

TAMPEREEN YLIOPISTO

Johtamiskorkeakoulu

---

Anna-Maaria Oksanen

**Sijoitusrahasto-osuuksien kuluttajamarkkinointi Suomessa**

---

Pro gradu –tutkielma

Yritysjuridiikka

Tampere 2013

## TIIVISTELMÄ

Tampereen yliopisto

Johtamiskorkeakoulu

Oksanen, Anna-Maaria: Sijoitusrahasto-osuuksien markkinointi Suomessa

Pro gradu –tutkielma, 75 s.

Yritysjuridiikka

Toukokuu 2013

---

Sijoitusrahastosijoittaminen on vaivaton tapa osallistua arvopaperimarkkinoille. Erityisesti kotitaloudet ovat viimeisen kymmenen vuoden aikana innostuneet sijoittamaan varallisuuttaan sijoitusrahastoihin. Sääntelyn hajanaisuus ja heterogeenisyys yhdessä viime vuosien finanssikriisin kanssa ovat aiheuttaneet problematiikkaa kuluttajasijoittajien sijoittajansuojan turvaamisessa. Toisaalta finanssimarkkinoiden kehitys ja taloudellisen kasvun ylläpitäminen tarjoavat lainsäätäjälle ja lakia tulkitsevalle omat haasteensa.

Tutkielmassa pyritään selvittämään sijoitusrahasto-osuuksien markkinoinnin sallittuja ja kiellettyjä keinoja sekä lainsäädännön relevanssia nykyisessä markkinatilanteessa. Markkinoinnin lainmukaisuusarvioinnissa on relevanttia selvittää lainsäädännön perusteena olevat argumentit ja toisaalta arvopaperimarkkinaoikeuden hajanaisuudesta johtuvat soveltamisalaongelmat. Kuluttajasijoittajat kohderyhmänä ja sijoitusrahasto-osuuksien ominaispiirteet aiheuttavat arvioinnin kytkeytymisen sekä kuluttajansuoja-, arvopaperi- että markkinointilainsäädännön periaatteisiin ja normistoon. Sijoitusrahastolain 29.1.1999/48 erityiset markkinointia koskevat säännökset ovat kuitenkin lainmukaisuusarvioinnin keskeisenä lainsäädännöllisenä pohjana. Viranomaisohjaus ja itsesääntely antavat merkittävästi apua tulkintatilanteisiin.

Tutkielma on luonteeltaan yritysjuridinen ja siinä otetaan oikeustaloustieteellisiä ja kuluttajaoikeudellisia näkökohtia osaksi argumentaatiota. Aihetta lähestytään sekä lainopin metodein tekemällä kannanottoja tulkintaan ja systematisointiin että normatiivisen sääntelyteorian aspektista pohtimalla miten lainsäädännöllä saavutettaisiin yhteiskuntapoliittisesti kannattava ja haluttu lopputulos. Yhtä faktisesti oikeaa ratkaisua ei tulkintaan eikä de lege ferenda –pohditaan ole olemassa. Tutkielmassa pyritään löytämään hyväksyttäviä vaihtoehtoja argumentaation voimalla.

# SISÄLLYSLUETTELO

<b>TIIVISTELMÄ .....</b>	<b>II</b>
<b>KUVAT .....</b>	<b>V</b>
<b>LÄHDELUETTELO.....</b>	<b>VI</b>
<b>OIKEUSTAPAUKSET.....</b>	<b>XIII</b>
<b>LYHENTEET .....</b>	<b>XIV</b>
<b>1 JOHDANTO.....</b>	<b>1</b>
1.1 Tutkielman lähtökohta ja kohde.....	1
1.2 Tutkielman rakenne ja rajaukset .....	3
1.3 Tutkimusmetodologia ja tutkimusaineisto.....	5
<b>2 RAHASTO-OSUUDEN MARKKINOINNIN SÄÄNTELY JA SEN PERUSTEET .....</b>	<b>8</b>
2.1 Sääntelyn perusteet.....	8
2.1.1 Tehokkuus ja taloudellinen kasvu lainsäädännön perusteena.....	8
2.1.2 Sijoitusrahastotoiminnan elinkaari Suomessa lainsäädännön kehittämisen perusteena.....	12
2.1.3 Sijoittajansuoja, kuluttajansuoja ja sijoittajakäyttäytyminen.....	16
2.2 Peruskäsitteitä .....	18
2.2.1 Sijoitusrahastotoiminta, sijoitusrahasto ja yhteissijoitusyritys .....	18
2.2.2 Rahastoyhtiö ja säilytysyhteisö .....	21
2.3 Rahasto-osuuden markkinoinnin normipohja.....	22
2.3.1 Arvopaperimarkkinaoikeudellinen lainsäädäntö ja soveltamisalaongelmia.....	22
2.3.2 Rahasto-osuuden markkinointia koskevat säännökset .....	28
2.3.3 Viranomaisvalvonta ja itsesääntely .....	30
<b>3 MITÄ ON MARKKINOINTI?.....</b>	<b>32</b>
3.1 Markkinoinnin määritelmän monimuotoisuus.....	32
3.1.1 Markkinointi-käsitteen määrittelyongelmat.....	32
3.1.2 Markkinoinnin käsitteen esiintyminen sääntelyssä .....	33
3.1.3 Markkinoinnin määritelmä liiketaloudessa.....	35
3.1.4 Markkinoinnin määritelmä lainsäädännössä.....	36
3.2 Mitä on markkinointi? Suuntaviivoja tulkintapohdiskeluun. ....	39
<b>4 MARKKINOINNIN LAINMUKAISUUSARVIOINTIIN VAIKUTTAVIA SEIKKOJA....</b>	<b>44</b>

4.1 Markkinointioikeudellisesta käsittehierarkiasta.....	44
4.2 Kohderyhmän vaikutus lainmukaisuusarviointiin .....	45
4.2.1 Lainmukaisuusarviointi ja keskivertokuluttaja .....	45
4.2.2 Markkinointioikeudelliset kohderyhmäkategoriat .....	46
4.2.3 Riskikuluttajiin kohdistuva erityinen suoja .....	48
4.3 Markkinoitavan hyödykkeen erityispiirteet.....	50
<b>5 RAHASTO-OSUUDEN LAINMUKAINEN MARKKINOINTI .....</b>	<b>53</b>
5.1 Markkinoinnin aloittaminen .....	53
5.1.1 Sääntöjen vahvistaminen .....	53
5.1.2 Yhteissijoitusyrityksen markkinointi Suomessa .....	53
5.2 Markkinoinnissa käytetty kieli ja ilmaisut.....	54
5.3 Rahasto-osuuden markkinointiaineisto .....	56
5.3.1 Markkinointiin liittyvä tiedonantovelvollisuus.....	56
5.4 Kielto käyttää totuudenvastaisia ja harhaanjohtavia tietoja .....	59
5.4.1 Markkinoinnin totuudellisuusvaatimus .....	59
5.4.2 Hintaan liittyvät ilmaisut .....	62
5.4.3 Tosiasiaväitteet ja arvostelmat markkinoinnissa.....	66
5.4.4 Vertaileva markkinointi.....	67
5.4.5 Sijoittajan vastuullisuuteen vetoaminen .....	69
5.5 Aggressiiviset menettelyt markkinoinnissa .....	70
5.6 Riskinhajautukseen liittyvät erityiset markkinointivaatimukset.....	71
<b>6 LOPUKSI .....</b>	<b>73</b>

## KUVAT

Kuva 1:	Finanssimarkkinoiden toimijat	s. 8
Kuva 2:	Kotitalouksien sijoitukset talletuksiin, pörssiosakkeisiin ja rahastoihin	s. 13
Kuva 3:	Nettomerkinnät kotimaisiin osakerahastoihin ja OMX HELSINKI CAP GI-indeksin kehitys 30.6.2000- 31.12.2012	s. 14
Kuva 4:	Rahastopääoman jakautuminen rahastoluokittain 31.12.2012	s. 20
Kuva 5:	Rahastosijoittamisen eri kanavat	s. 23

## **LÄHDELUETTELO**

### **Virallislähteet**

Euroopan komission tiedonanto parlamentille ja neuvostolle vähittäismarkkinoille tarkoitetuista paketoituista sijoitustuotteista, KOM (2009)204.

Euroopan komission ehdotus sijoittajien korvausjärjestelmiä koskevan Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 97/9/EY muuttamisesta, KOM (2010)371.

Euroopan komission ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi rahoitusvälineiden markkinoista ja Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2004/39/EY kumoamisesta, KOM (2011)656.

Euroopan komission ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta annetun direktiivin 2009/65/EY muuttamisesta säilytystoimintojen, palkka- ja palkkiopolitiikan sekä seuraamusten osalta, KOM (2012)0168.

Euroopan komission ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi sijoitustuotteita koskevista avaintietoasiakirjoista, KOM (2012)352.

Euroopan unionin virallinen lehti L 149/2005.

Hallituksen esitys Eduskunnalle kuluttajansuojalainsäädännöksi, 8/1977 vp.

Hallituksen esitys Eduskunnalle sijoitusrahastolaiksi sekä laeiksi eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta, 238/1986 vp.

Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi sijoitusrahastolain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta, 59/1996 vp.

Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi sijoitusrahastolaiksi sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta, 202/1998 vp.

Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi kuluttajansuojalain ja sopimattomasta menettelystä elinkeinotoiminnassa annetun lain 2 §:n muuttamisesta, 79/2000 vp.

Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi sijoitusrahastolaiksi sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta, 110/2003 vp.

Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi kuluttajansuojalain 2 luvun muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi, 32/2008 vp.

Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi Finanssivalvonnasta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi, 66/2008 vp.

Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi sijoitusrahastolain muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi, 113/2011 vp.

Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi, 32/2012 vp.

Kirjallinen kysymys Eduskunnan puhemiehelle rahastosijoitusten markkinoinnin rehellisyydestä, 502/2009 vp.

Pankkivaliokunnan mietintö hallituksen esityksestä sijoitusrahastolaiksi sekä laeiksi eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta, PaVM 5/1986 vp.

Valtiovarainministeriö: Rahoitusmarkkinoiden globaaleja trendejä. Valtiovarainministeriön julkaisu 12/2009. VM 12/2009.

### **Kirjallisuuslähteet ja luennot**

*Aarnio, Aulis*: Tulkinnan taito - ajatuksia oikeudesta, oikeustieteestä ja yhteiskunnasta. Vantaa 2006.

*Alaja, Antti*: Mikä ihmeen degrowth? Johdatus kasvukritiikin uuteen aaltoon. Kalevi Sorsa säätiön julkaisuja 4/2011. Jyväskylä 2011.

*Alhonsuo, Sampo – Nisén, Anne – Pellikka, Tuula*: Finanssitoiminnan käsikirja. Helsinki 2009.

*Bergström, Seija – Leppänen, Arja*: Yrityksen asiakasmarkkinointi. Helsinki 2009.

*Chuah, Swee-Hoon - Devlin, James*: Behavioural Economics and Financial Services Marketing: A review. International Journal of Bank Marketing vol. 29 2011, s. 456-469.

*Harju, Ilkka - Syyrilä, Jarkko*: Sijoitusrahastolainsäädäntö. Vantaa 2001.

*Hemmo, Mika*: Lausunto kirjasta Hoppu, Kari: Sijoitustuotteiden markkinoinnin sääntely. Lakimies 1/2005, s. 147-155.

*Hoppu, Kari*: Sijoitustuotteiden markkinoinnin sääntely. Helsinki 2004.

*Kaisto, Janne*: Lainoppi ja oikeusteoria. Helsinki 2005.

*Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle – Timonen, Pekka*: Oikeustaloustiede. Teoksessa *Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle*: Näkökulmia oikeustaloustieteeseen. Tampere 1996.

*Klami, Hannu Tapani*: ”Reaaliset” argumentit. Lakimies 3/1996, s. 468-476.

*Koivumäki, Elina – Häkkänen, Petteri*: Markkinointijuridiikkaa 2011. Jyväskylä 2011.

*Kotler, Philip – Keller, Kevin Lane*: Marketing Management. Pearson Prentice Hall, Upper Saddle River (NJ) 2006.

*Leppiniemi, Jarmo*: Pörssikurssi. Juva 2002.

*Mähönen, Jukka*: Taloustiede lain tulkinnessa. *Lakimies* 1/2004, s. 49-64.

*Mäkinen, Pentti – Paloranta, Paula – Pokela, Hannu – Vuori, Kristiina*: Markkinaoikeuden perusteet. Helsinki 2006.

*Määttä, Kalle*: Regulaatioteorian perusteita. Teoksessa *Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle*: Näkökulmia oikeustaloustieteeseen 3. Helsinki 1999.

*Määttä, Kalle*: Oikeudellisen sääntely tutkimus - lastuja sääntelyteoriasta. *Oikeus* 2002/2.

*Määttä, Kalle*: Oikeustaloustieteellinen näkökulma kotimaiseen lainvalmisteluun. Helsinki 2009.

*Ollila, Riitta*: Sananvapaus ja sopimattoman markkinoinnin sääntely. *Defensor Legis* 2/2009, s. 276-291.

*Paloranta, Paula*: Markkinointioikeus käytännössä. Tampere 2008.

*Parkkonen, Kari*: Talletussuoja. Teoksessa *Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle*: Näkökulmia oikeustaloustieteeseen 3. Helsinki 1999.

*Pohjola, Matti*: Taloustieteen oppikirja. Helsinki 2011.

*Puustinen, Pekka*: Towards a Consumer-Centric Definition of Value in the Non-Institutional Investment Context - Conceptualization and Measurement of Perceived Investment Value. Tampere 2012.

*Rope, Timo*: Suuri markkinointikirja. Helsinki 2005.

*Rudanko, Matti*: Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus. Jyväskylä 1998.

*Syyrilä, Jarkko*: Sijoitusrahastotoiminnan sääntelystä Suomessa ja muualla EU:ssa tuotekehityksen näkökulmasta. *Defensor Legis* 2/2002, s. 259-270.

*Timonen, Pekka*: Taloustieteen ja sen tulosten käyttö oikeustutkimuksessa. Teoksessa *Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle* (toim.): Näkökulmia oikeustaloustieteeseen 1996. Tampere.

*Timonen, Pekka*: Oikeustaloustiede – mitä se on? *Lakimies* 1/1998, s. 100-114.

*Tuomainen, Susanna – Hänninen, Tuomo*: Kognitiivinen ikääntyminen. Lääketieteellinen aikakauskirja *Duodecim* 12/2000, s. 1293-1298.

*Turtiainen, Matti*: Markkinakuri, sijoittajansuoja ja sijoitusrahastot. Helsinki 2004.

*Vierula, Markku*: Markkinointi, myynti ja viestintä – Suuri integraatiokirja. Helsinki 2009.

*Virtanen, Pertti*: Markkinointi ja myy oikein. Sallitut ja kielletyt markkinointikeinot. Juva 2010.

*Virtanen, Pertti*: Markkinointi ja oikeus. Luento 4.10.2012.



*Väntsi, Risto:* Soveltuva oikeustaloustiede. Luento 29.4.2013.

*Wuolijoki, Sakari:* Pankin neuvontavastuu. Jyväskylä 2009.

## **Internetlähteet**

*Coleman, James S.:* Social Capital in the Creation of Human Capital. The American Journal of Sociology vol. 94 1988 (on-line). Viitattu 28.3.2013.

<http://www.jstor.org/discover/10.2307/2780243?uid=3737976&uid=2129&uid=2134&uid=2&uid=70&uid=4&sid=21101831851183>

*Finanssialan keskusliitto:* Sijoitusrahastojen vuosi 2010. 14.1.2011 (on-line). Viitattu 6.5.2013.

[http://www.fkl.fi/ajankohtaista/tiedotteet/Sivut/sijoitusrahastot\\_2010.aspx](http://www.fkl.fi/ajankohtaista/tiedotteet/Sivut/sijoitusrahastot_2010.aspx)

*Finanssialan keskusliitto:* Markkinakatsaus 2012. 10.1.2013 (on-line). Viitattu 23.5.2013.

<http://www.sijoitustutkimus.fi/2013/01/sijoitusrahastojen-vuosi-2012-sijoitusrahastoihin-runsaasti-uutta-paaomaa/>

*Finanssialan keskusliitto:* Toimialalla oleellinen merkitys kansantaloudelle. 14.3.2013 (on-line).

Viitattu 23.5.2013.

[http://www.fkl.fi/tietoa\\_meista/toimiala/Sivut/default.aspx](http://www.fkl.fi/tietoa_meista/toimiala/Sivut/default.aspx)

*Finanssivalvonta:* Standardi 2.2 Rahoituspalvelujen ja rahoitusvälineiden markkinointi. 22.8.2006, muutettu 31.12.2008. (on-line). Viitattu 6.5.2013.

[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Maarauskokoelma/Rahoitussektori/2\\_Menettelytavat/Documents/2.2.std3.pdf](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Maarauskokoelma/Rahoitussektori/2_Menettelytavat/Documents/2.2.std3.pdf)

*Finanssivalvonta:* Vakuutussijoittaminen pähkinänkuoressa. Sijoitus-Invest 11.-12.11.2009 (on-line). Viitattu 28.2.2013.

[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Esitelmat/messuesitelmat/Documents/Vakuutussijoittaminen\\_pahkinankuoressa.pdf](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Esitelmat/messuesitelmat/Documents/Vakuutussijoittaminen_pahkinankuoressa.pdf)

*Finanssivalvonta:* Uusi selkeämpi rahastoesite käyttöön. Rahaston avaintietoesite KIID. 11.5.2011 (on-line). Viitattu 10.4.2013

[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Esitelmat/ajankohtaista\\_kuluttajien\\_raha-asioista\\_110511/Documents/Uusi\\_selkeampi\\_rahastoesite\\_kayttoon.pdf](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Esitelmat/ajankohtaista_kuluttajien_raha-asioista_110511/Documents/Uusi_selkeampi_rahastoesite_kayttoon.pdf)

*Finanssivalvonta:* Kannanotto 3/2011 muiden kuin UCITS-rahastojen ja yhteissijoitusyritysten osuuksien markkinoinnista Suomessa (non-UCITS). 27.6.2011(on-line). Viitattu 6.5.2013.

[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Kannanotot/Pages/3\\_2011.aspx](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Kannanotot/Pages/3_2011.aspx)

*Finanssivalvonta:* UCITS IV -direktiivi. Keskeinen sisältö ja sen vaikutukset. 18.10.2011 (on-line). Viitattu 10.4.2013.

[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Esitelmat/Documents/Johanna\\_Orndahl\\_UCITS\\_IV\\_direktiivi\\_FINVA\\_18102011.pdf](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Esitelmat/Documents/Johanna_Orndahl_UCITS_IV_direktiivi_FINVA_18102011.pdf)

*Finanssivalvonta:* Kotitalouksien sijoitusrahastosäästäminen. 26.6.2012 (on-line). Viitattu 27.8.2012.

[http://www.fkl.fi/tiedotteet/Liitteet/Kotitalouksien\\_sijoitusrahastosaastaminen\\_26062012.pdf](http://www.fkl.fi/tiedotteet/Liitteet/Kotitalouksien_sijoitusrahastosaastaminen_26062012.pdf)

*Finanssivalvonta*: Sijoitusrahastot. 8.10.2012 (on-line). Viitattu 9.10.2012.  
<http://www.finanssivalvonta.fi/fi/finanssiasiakas/tuotteita/sijoittaminen/sijoitusrahastot/pages/default.aspx>

*Finanssivalvonta*: Kustannukset vaikuttavat tuottoon. 12.11.2012 (on-line). Viitattu 4.4.2013.  
[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/Sijoitusrahastot/Kulut\\_tuotteiden/Pages/Default.aspx](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/Sijoitusrahastot/Kulut_tuotteiden/Pages/Default.aspx)

*Finanssivalvonta*: Finanssipalvelujen ja tuotteiden markkinointi x/2012, ohjeluonnos. 31.12.2012 (on-line). Viitattu 6.5.2013.  
[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Lausuntopyynnot/Documents/14\\_2012\\_Liite1.pdf](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Lausuntopyynnot/Documents/14_2012_Liite1.pdf)

*Grahn, Ralf*: Eurooppaoikeus. Blogspot.

”EU:n 'Single Market Act' on käänkösongelma.” 13.12.2010 (on-line). Viitattu 19.9.2012.

<http://eurooppaoikeus.blogspot.fi/2010/12/eun-single-market-act-on-kaannosongelma.html>

”Onko EU:ssa yhtenäismarkkinat vai sisämarkkinat?”. 15.12.2010 (on-line). Viitattu 19.9.2012.

<http://eurooppaoikeus.blogspot.fi/2010/12/onko-eussa-yhtenaismarkkinat-vai.html>

*Heimonen, Matti – Määtä, Kalle*: Johdatus oikeustaloustieteeseen. Luentomoniste 1997 (on-line). Viitattu 16.1.2013.

<http://www.helsinki.fi/~mheimone/verkko.pdf>

*Holtari, Sirpa*: Älä maksa huonoista sijoitusneuvoista. Talouselämä 24.8.2007 (on-line). Viitattu 25.2.2013.

<http://www.talouselama.fi/sijoittaminen/ala+maksa+huonoista+sijoitusneuvoista/a2050085>

*Hurri, Jan*:: Onko talouden pakko kasvaa? Taloussanomien 8.2.2009 (on-line). Viitattu 9.10.2012.

<http://www.taloussanomien.fi/kansantalous/2009/02/08/onko-talouden-pakko-kasvaa/20093342/12>

*Kansainvälinen kauppakamari, ICC*: Kansainvälisen kauppakamarin ICC:n markkinointisäännöt. Viitattu 23.5.2013.

[http://www.clearchannelcinema.fi/files/cc/Myyntiehdot/Markkinoinnin\\_kansainvaliset\\_ohjeet.pdf](http://www.clearchannelcinema.fi/files/cc/Myyntiehdot/Markkinoinnin_kansainvaliset_ohjeet.pdf)

*Keskuskauppakamari*: Mainonnan eettinen neuvosto. Esite. (on-line). Viitattu 8.5.2013.

<http://kauppakamari.fi/lautakunnat/men/mika-on-men/>

*Kuluttaja-asiamies*: Kuluttaja-asiamiehen ohjeita: Yksilöllisten eläkevakuutusten markkinointi. 1997, tarkistettu 2000 (on-line). Viitattu 3.4.2013.

[http://www.kuluttajavirasto.fi/File/56b79441-6222-4900-aef2-](http://www.kuluttajavirasto.fi/File/56b79441-6222-4900-aef2-ec622bfff7b08/Yksil%C3%B6llisten+el%C3%A4kevakuutusten+markkinointi.pdf)

[ec622bfff7b08/Yksil%C3%B6llisten+el%C3%A4kevakuutusten+markkinointi.pdf](http://www.kuluttajavirasto.fi/File/56b79441-6222-4900-aef2-ec622bfff7b08/Yksil%C3%B6llisten+el%C3%A4kevakuutusten+markkinointi.pdf)

*Kuluttaja- ja kilpailuvirasto*: Tarjouksen kesto aika on varattu. Kuluttajavirasto 25.8.2010 (on-line). Viitattu 22.4.2013.

<http://www.kuluttajavirasto.fi/fi-FI/yritykselle/markkinointi-ja-mainonta/alennus-ja-tarjous-ilmaisut/tarjoukset/>

*Kuluttajavirasto*: Kuluttajaoikeuden linjauksia: Hintailmaisut markkinointikeinona 1993, tarkistettu 2010 (on-line). Viitattu 22.4.2013.

<http://www.kuluttajavirasto.fi/File/8f52a190-4fa4-4154-86b6-9685866edc8a/Hintailmaisut+markkinointikeinona.pdf>

*Matilainen, Ville*: Paljon melua eettisyydestä. Taloussanomat 20.4.2010 (on-line). Viitattu 24.4.2013.

<http://www.taloussanomat.fi/uutinen/2010/04/20/paljon-melua-eettisyydesta/20105196/243>

*Möttölä, Matias*: Kannattavimmat tuottopalkkiot. Morningstar 9.11.2010 (online). Viitattu 3.4.2013.

<http://www.morningstar.fi/fi/news/83191/kannattavimmat-tuottopalkkiot.aspx>

*OP-Pohjola*: Sijoittajabarometri 17.11.2008: Talousluottamus notkahtanut - sijoituspalvelun tarjoajan luotettavuus tärkeintä. 17.11.2008 (on-line). Viitattu 9.10.2012.

<https://www.op.fi/op?cid=151011146&srcpl=3>

*Parkkonen, Jarmo*: Millaista suojaa sijoittaja tarvitsee? Finanssivalvonta 24.7.2010 (on-line). Viitattu 9.1.2013 ja 16.1.2013.

[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Esitelmat/Documents/Parkkonen\\_Studia\\_monetaria\\_270410.pdf](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Esitelmat/Documents/Parkkonen_Studia_monetaria_270410.pdf)

*Pörssisäätiö*: Sijoitusrahasto-opas 2012. 15.6.2012 (on-line). Viitattu 3.4.2012.

<http://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2012/07/Sijoitusrahasto-opas.pdf>

*Rouwenhorst, K. Geert*: The Origins of Mutual Funds. Yale ICF Working Paper No. 04-48 12.12.2004 (on-line). Viitattu 11.2.2013.

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=636146](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=636146)

*Snellman, J.V.*: Tieteiden järjestelmästä, virkaanastujaisluento 14.5.1856. Teoksessa J.V. Snellman: kootut teokset osa 13.

[http://www.snellman200.fi/kootut\\_teokset/pdf/Osa\\_13.pdf](http://www.snellman200.fi/kootut_teokset/pdf/Osa_13.pdf)

*Sunikka, Anne – Peura-Kapanen, Liisa*: Kuluttajien varallisuuden hallinta. Vertaileva tutkimus kuluttajien ja palveluntarjoajien näkemyksistä. Kuluttajatutkimuskeskuksen julkaisu 1/2008. (on-line). Viitattu 3.5.2013.

[http://www.kuluttajatutkimuskeskus.fi/files/5172/2008\\_1\\_julkaisu\\_varallisuuden\\_hallinta.pdf](http://www.kuluttajatutkimuskeskus.fi/files/5172/2008_1_julkaisu_varallisuuden_hallinta.pdf)

*Suomen Sijoitustutkimus*: Sijoitusrahastojen vuosi 2008. (on-line) 13.1.2009.

<http://www.sijoitustutkimus.fi/lehdistotiedotteet/lehdisto.pdf> 14.01.2009.

*Suomen Sijoitustutkimus*: Sijoitusrahastojen vuosi 2012. (on-line) viitattu 14.1.2013.

<http://www.sijoitustutkimus.fi/2013/01/sijoitusrahastojen-vuosi-2012-sijoitusrahastoihin-runsaasti-uutta-paamaa/>

*Tilastokeskus*: Kotitalouksien sijoitukset talletuksiin, pörssiosakkeisiin ja rahastoihin, miljardia euroa. 12.7.2012 (on-line). Viitattu 23.5.2013.

[http://tilastokeskus.fi/til/rtp/2011/rtp\\_2011\\_2012-07-12\\_kuv\\_003\\_fi.html](http://tilastokeskus.fi/til/rtp/2011/rtp_2011_2012-07-12_kuv_003_fi.html)

*Vakuutusvalvontavirasto*: Lausunto standardien muuttamisesta, Dnro 30/004/2004. 30.5.2007 (on-line). Viitattu 28.2.2013

[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Maarayskokoelma/Rahoitussektori/2\\_Menettelytavat/Documents/2\\_1\\_std2\\_ja\\_2\\_2\\_std2\\_Vakuutusvalvontavirasto.pdf](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Maarayskokoelma/Rahoitussektori/2_Menettelytavat/Documents/2_1_std2_ja_2_2_std2_Vakuutusvalvontavirasto.pdf)

*Varhela, Markku – Virtanen, Pertti:* Markkinoinnin pelisäännöt 1999 (on-line). Viitattu 30.10.2012.  
<http://helios.uta.fi:2100/?ts=yo&page=selain&pos=mp>

## **OIKEUSTAPAUKSET**

Arvopaperilautakunta

APL 9:12

APL 7:11

APL 5:2010

APL 17:2009

APL 129:2009

APL 425:2009

APL 439:2009

Korkein oikeus

KKO 2011:5

KKO 2011:42

KKO 2010:25

Markkinaoikeus

MAO 654:2009

MAO 204:2004

Markkinatuomioistuin

MT 13:2001

MT 17:1993

MT 18:1991

## LYHENTEET

AMA	American Marketing Association
AML	Arvopaperimarkkinalaki (14.12.2012/746)
APL	Arvopaperilautakunta
Fine	Vakuutus- ja rahoitusneuvonta
Fiva	Finanssivalvonta
FK	Finanssialan keskusliitto
HE	Hallituksen esitys
Hintamerkintäasetus	Asetus kulutushyödykkeen hinnan ilmoittamisesta markkinoinnissa (1359/1999)
ICC	Kansainvälinen kauppakamari
KA	Kuluttaja-asiamies
KIID	Key Investor Information document, avaintietoasiakirja
KKO	Korkein oikeus
KKV	Kilpailu- ja kuluttajavirasto
KRIL	Kuluttajariitalautakunta
KSL	Kuluttajansuojalaki (20.1.1978/38)
MAO	Markkinaoikeus
MiFID	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi rahoitusvälineiden markkinoista (2004/39/EY)
MT	Markkinatuomioistuin
Non-UCITS-rahasto	Rahasto, joka ei täytä sijoitusrahastodirektiivin vaatimuksia
Sijoitusrahastodirektiivi	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta (2009/65/EY)
SipaL	Laki sijoituspalveluyrityksistä (26.10.2007/922)
SopMenL	Laki sopimattomasta menettelystä elinkeinotoiminnassa (22.12.1978/1061)
SRL	Sijoitusrahastolaki (29.1.1999/48)
UCITS IV-direktiivi	Kts. sijoitusrahastodirektiivi

UCITS-rahasto

Sijoitusrahastodirektiivin mukainen rahasto

UCP-direktiivi

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi sopimattomista elinkeinonharjoittajan ja kuluttajan välisistä kaupallisista menettelyistä sisämarkkinoilla (2005/29/EY)

# 1 JOHDANTO

## 1.1 Tutkielman lähtökohta ja kohde

Sijoitusrahastosijoittaminen on 2000-luvulla tullut tutuksi yhä useammille suomalaisille kotitalouksille ja saavuttanut suosiota perinteisten pankkitalletusten kustannuksella. Sijoitusrahasto on nk. paketoitu sijoitustuote, jonka sijoittajaprofiili ja ominaispiirteet poikkeavat muista sijoituskohteista. Sijoitusrahastotoimintaa koskevan lainsäädännön tutkimisen oikeudellinen relevanssi perustuu finanssimarkkinoiden nopeaan kehitykseen ja muutostahtiin. Aihe on ajankohtainen Suomessa viimeisen vuosikymmenen aikana tapahtuneen yksityissijoittajien määrän lisääntymisen sekä finanssimarkkinoiden kriisin johdosta. Finanssikriisin seurauksena sijoittajien epäluottamus ja tyytymättömyys markkinoita kohtaan lisääntyi. Rahastosijoittamisen suosio kasvaa siitä huolimatta koko ajan, sillä perinteisesti pankkitalletuksia ja asuntosijoituksia suosineet arat suomalaiset ovat vasta lähtemässä mukaan muille sijoitusmarkkinoille. Finanssikriisi ja yksityissijoittajien kasvanut määrä markkinoilla sekä arvopaperimarkkinoiden nopea kehitys ovat aiheuttaneet muutospaineita myös lainsäätäjälle. Arvopaperimarkkinalainsäädännössä on tapahtunut ja tapahtumassa runsaasti muutoksia, joilla pyritään pitämään lainsäädäntö reaali maailman muutosten vaatimusten mukaisena.

Rahastosijoittamisen suosion nousuun ovat vaikuttaneet Suomen rahoitusmarkkinoiden rakennemuutoksen lisäksi säästämisen rakennemuutos.<sup>1</sup> Suomalaisten varallisuus on kasvanut, eläkesäästäminen on tullut ajankohtaiseksi suurille ikäluokille ja kotitalouksien tietoisuus uusista sijoitusmuodoista on kasvanut. Rahastosijoittaminen on paitsi sijoittajalle hyvä vaihtoehto, myös esimerkiksi pankeille ja muille ns. finanssitavarataloille kannattava tuote. Itsekin olen törmännyt työelämässä ja myös kuluttajana entistä aktiivisempaan sijoitusrahastojen markkinointiin pankkien tiskillä, puhelintarjonnalla sekä tietysti erilaisissa viestintävälineissä tapahtuvana massamarkkinointina. Työelämän tulosvaatimusten kasvaessa esimerkiksi pankkialalla työskenteleviä kannustetaan tarjoamaan muuta kuin perinteistä pankkitalletusta asiakkaille ja toisaalta vaurastuneet kotitaloudet voivat löytää rahastosijoittamisesta väylän tuottavampaan sijoittamiseen.

Kotimaiset yritykset saavat rahoitusta arvopaperimarkkinoilta ja syntyvän kasvun kautta luovat edellytykset kansakunnan menestykseen. Institutionaalisten sijoittajien vähäisyyden vuoksi olisikin

---

<sup>1</sup> Hoppu 2004 s.21.



tärkeää, että myös kotitaloudet osallistuisivat arvopaperimarkkinoille. Yleisestihän etenkin kotitalouksien sijoitukset suuntautuvat kotimaisille yrityksille. Puhutaan ”kotimarkkinaharhasta” eli kotitalouksilla on suurempia kuvitelmia kotimaisten markkinoiden paremmuudesta.<sup>2</sup>

Toisaalta Suomen arvopaperimarkkinat ovat myös voimakkaasti riippuvaisia kansainvälisten markkinoiden kehityksestä. Globaali integraatio on yleensäkin tehokkaasti toimivien markkinoiden edellytys.<sup>3</sup> Finanssimarkkinoiden liberalisointi on tuottanut maailmantaloudelle merkittävästi hyötyä.<sup>4</sup> EU:n rahoitusmarkkinoiden harmonisointi sekä integraatio ja finanssimarkkinoiden vapautus mm. parantavat hinnanmuodostusta ja markkinoiden tehokkuutta, mutta aiheuttavat myös kansallisella tasolla lainsäädännön muutospaineita. Haasteena on ylläpitää suomalaisten sijoitustuotteiden kilpailukykyä sekä sijoittajansuojaa globaaleilla markkinoilla.

Sijoitusrahastotoimintaa koskevaa lainsäädäntöä ja sen tulkintaa voidaan harmonisoinnin lisäksi sekä harmonisoinnin taustallakin ajatella ohjaavan kaksi voimakasta, mutta eri suuntiin vetävää taivoitetta. Toisaalta on edistettävä rahoitusmarkkinoiden kitkatonta toimintaa, jotta voidaan parantaa Suomen kilpailukykyä ja globaalistikin ajatellen taloudellista hyvinvointia. Pääomien virtaus alijäämäiseltä sektorilta ylijäämäiselle mahdollistaa tuotannontekijöiden tehokkaan hyväksikäytön ja näin luo hyvinvointia. Kaikenlaiset rajoitukset, kuten normitus, aiheuttavat kitkaa markkinoilla ja estävät täydellisen tehokkaan pääomien allokoitumisen. Toisaalta taas sijoittajan luottamus arvopaperimarkkinoihin on primaarisessa asemassa kun ajatellaan markkinoiden toimivuuden turvaamista. Sijoittaja on markkinoilla heikossa asemassa informaation epätasaisen jakautumisen vuoksi. Sijoittajahan joutuu osaksi toimimaan yritysten tuottaman informaation varassa. Kotitaloudet rahastosijoittajina ja sijoitusrahastojen ominaispiirteet puoltavat myös sijoittajansuojan katsomista osaksi kuluttajansuojaa<sup>5</sup>. Erityisesti kokemattomia sijoittajiahan olisi helppo käyttää opportunistisesti hyväksi ilman lainsäädännön tarjoamaa sijoittajansuojaa. Edellisistä huomaamme, että kaikkien markkinoilla toimivien intressissä on markkinoiden normittaminen, erilaisten käyttäytymissääntöjen ja tapojen luominen sekä sellaisen toimintaympäristön luominen, että sijoittajien luottamus markkinoihin säilyy.<sup>6</sup>

---

<sup>2</sup> HE 32/2012 s. 50.

<sup>3</sup> HE 32/2012 s. 50-51.

<sup>4</sup> VM 12/2009 s. 53.

<sup>5</sup> Parkkonen 2010, s. 2.

<sup>6</sup> Hoppu 2004 s. 98.

Rahastoyhtiön ja sijoittajan välinen oikeussuhde on arvopaperimarkkinoilla erityislaatuinen ja myös rahasto-osuuden merkitseminen poikkeaa normaalista arvopaperin kaupinnasta. Sijoitusrahastolain 8.5.1987/480 (myöh. SRL) peruslähtökohtana on erityisesti piensijoittajan suojaaminen. Toimintaa on säännelty siten, että se olisi luonteeltaan luotettavaa ja turvallista ja siten, että rahasto-osuuden omistajalle ja sellaiseksi aikovalle tarjottaisiin riittävät ja oikeat tiedot perustellun sijoituspäätöksen tekemistä varten.<sup>7</sup>

Tämän työn tarkoituksena on pohtia sijoitusrahastomarkkinoiden ja lainsäädännön influenssia ja merkitystä toisiinsa. Toisaalta työssä pohditaan ja tulkitaan sijoitusrahaston kuluttajamarkkinointia koskevan normiston sisältöä eli markkinoinnin sallittuja ja kiellettyjä keinoja Suomessa. Tutkielmassa nousevat esille markkinoiden tehokkuuden sekä sijoittajansuojan merkitykset oikeudellisessa argumentaatiossa. Nämä kaksi taustalla vaikuttavaa tavoitetta voidaan pitää mielessä läpi työn. Sijoitustuotteita koskevan lainsäädännön hajanaisuus antaa aiheen tarkastella myös soveltamisalaongelmia ja normihierarkiaa.

Suurehkon roolin työssä saa markkinointikäsitteen legaalimääritelmä sekä markkinointisääntelyn antaman normisisällön tulkinta. Olennaista on pohtia mikä on lainopillisessa mielessä markkinointia ja mitkä toimet aiheuttavat sen lainvastaisuuden. Minkälainen markkinointi, eli minkälainen markkinoijan suorittama toiminta, on sallittua? Miten markkinoinnin kohderyhmien erilaisuus sekä sijoitusrahaston ominaispiirteet vaikuttavat lainmukaisuusarviointiin? Työ sisältää myös pieni-muotoista de lege ferenda -pohdintaa liittyen markkinointilainsäädännön sekä reaali-markkinoiden ja niiden tarpeiden kohtaamiseen.

## **1.2 Tutkielman rakenne ja rajaukset**

Tutkielma lähtee liikkeelle lainsäädäntöä ja tulkintaa ohjaavista periaatteista luvussa kaksi. On relevanttia ymmärtää taloudellisen kasvun, sijoitusrahastotoiminnan sekä sijoittajansuojan asema lakien säätämisen ja tulkitsemisen kontekstissa. Pyrkimyksenäni on kyseisessä luvussa selvittää näiden tekijöiden yhteiskunnallisia ja kansantaloudellisia merkityksiä normittamisen perusteina. Luvussa esitellään lyhyesti myös tutkielman normipohja.

---

<sup>7</sup> HE 202/1998 vp. Yleisperustelut, 3. Esityksen tavoitteet ja keskeiset ehdotukset, Sijoitusrahastolain rakenne ja soveltamisala, 2. kappale.

Luku kolme pyrkii tulkitsemaan käsitteen markkinointi sisältöä. Markkinoinnin käsitteellistäminen vaihtelee ja sen elementit ovat erilaiset tarkoitukseltaan, tieteestä sekä ajasta riippuen. Olennaista on pohtia käsitteen elementtien purkamista toimintoihin kun ajatellaan käyttäytymisen normittamista. Olen käyttänyt kokonaisen luvun markkinointikäsitteen sisältöön lainsäädännössä, koska käsite on hajanainen ja se on kuitenkin soveltamisalaan liittyen tärkeä osa sijoitusrahaston markkinoinnin lainmukaisuusarviointia.

Luvussa neljä pohditaan lainmukaisuusarviointiin vaikuttavia ja tulkintaa ohjaavia seikkoja. Viidennessä luvussa käydään läpi lainsäädännön normisisältöä rahasto-osuuksien markkinoinnissa. Luku käsittelee markkinoinnin sallittuja ja kiellettyjä keinoja.

Tutkielma koskee sekä suomalaisia sijoitusrahastoja että ulkomaisia yhteissijoitusyrityksiä ja niiden rahasto-osuuksien markkinointia Suomessa. Lainsäädännössä puhutaan pääasiassa nimenomaisesti *rahasto-osuuksien* markkinoinnista, mutta esimerkiksi viranomaisohjeistus koskee paikoitellen *sijoitusrahaston* markkinointia. Tässä työssä puhutaan sekä rahasto-osuuksien markkinoinnista että sijoitusrahaston markkinoinnista. Mielestäni sijoitusrahaston markkinointi on tavallaan verrattavissa ns. imagomarkkinointiin<sup>8</sup>, vaikkakin tuote on sijoitusrahaston markkinoinnissa aina yksilöitävissä. Taustalla on kuitenkin kaupallinen tarkoitus saada rahasto-osuuksia kaupaksi. Toisaalta kuitenkin esimerkiksi SRL:n markkinointinormit koskevat nimenomaisesti rahasto-osuuden markkinointia. Voisiko ajatella, että sijoitusrahaston markkinointia ei koskisi SRL:n normitus? Joissakin tapauksissa voisi puoltaa tätäkin ajatustapaa, mutta tässä tutkielmassa käsitteitä käytetään rinnakkain. Syynä tähän on, että Finanssivalvonta (myöh. Fiva) on ohjeessaan ja uudessa ohjeluonnoksessaan<sup>9</sup> käyttänyt termiä sijoitusrahaston markkinointi. Uudessa ohjeluonnoksessa otsakkeen ”Sijoitusrahaston markkinointi” alle on kerätty rahasto-osuuden markkinointia koskevat ohjeet, jolloin voi tulkita rahasto-osuuden markkinoinnin olevan sijoitusrahaston markkinointia ja ohjeiden näin soveltuvan molempiin.<sup>10</sup>

En käsittele tutkielmassa markkinointia yhteisöille, vaan nimenomaisesti kuluttajamarkkinointia ja lähinnä markkinointia suurelle yleisölle ja heikoille eli riskikuluttajille. Tutkielma käsittää pääasiallisesti ajan ennen ns. prekontraktuaalista vaihetta, jolloin markkinoijan toiminnassa ei ole vielä

---

<sup>8</sup> Imagomarkkinoinnista lyhyesti s. 39-40.

<sup>9</sup> Fiva standardi 2.2 ja ohjeluonnos x/2012.

<sup>10</sup> Fiva ohjeluonnos x/2012 s. 18.

otettu huomioon mahdollisen sijoittajan yksilöllisiä ominaisuuksia, sijoittajaprofiilia<sup>11</sup>. Markkinoija ei ole vielä tässä vaiheessa tehnyt sijoittajakuvan kartoitusta eikä muutoinkaan ole selvillä esimerkiksi potentiaalisen sijoittajan riskinsietokyvystä tai taloudellisista tavoitteista. Kun tällaisia yksilöllisiä ominaisuuksia otetaan huomioon ja sen perusteella annetaan sijoitusneuvoja, voidaan katsoa kyseessä olevan luvanvaraisen sijoituspalvelun tarjoaminen.<sup>12</sup> Markkinoinnin ominaispiirteenä sen sijaan on, että sama markkinointimateriaali tai -puhe voitaisiin osoittaa kenelle tahansa potentiaaliselle sijoittajalle samanlaisena. Tässä kohtaa pitää huomioida, että kohderyhmän ominaisuuksilla on kuitenkin merkitystä markkinoinnin lainmukaisuusarvioinnissa ja niiden vaikutuksia pohditaan tässä tutkielmassa. Potentiaalisen sijoittajan ominaisuuksia siis käytetään ”niputtamalla” kaikki ns. kuluttajasijoittajat ja kohdittain jakamalla heitä erilaisiin ryhmiin demografisten tekijöiden perusteella. Voidaan sanoa, että tutkielmassa keskitytään ”kasvottomaan” markkinointiin ja sen lainmukaisuuden tutkintaan, jossa tulkintaan vaikuttavat kohderyhmän ominaisuudet.

Tutkielma ei perehdy eri markkinointikanavien erityispiirteisiin syvemmin, mutta joissakin kohdissa sivutaan joitakin eri kanavien aiheuttamia erityispiirteitä. Työ perustuu yleisesti sijoitusrahaston markkinointiin normaalitilanteissa ja tiettyihin erityistilanteisiin, kuten yritysjärjestelyihin, liittyvät vaatimukset jäävät laajuusongelmasta johtuen huomiotta. Lisäksi markkinoinnin sopimattomuudesta aiheutuvat seuraukset jäävät tutkielman ulkopuolelle laajuusongelmasta johtuen.

### **1.3 Tutkimusmetodologia ja tutkimusaineisto**

Tutkielma on luonteeltaan yritysjuridinen ja siinä otetaan oikeustaloustieteellisiä, kuluttajaoikeudellisia ja markkinointioikeudellisia näkökohtia osaksi argumentaatiota. Tutkielman tavoitteena on pohtia miten lainsäädäntö vastaa nykyisten sijoitusrahastomarkkinoiden tarpeeseen sekä tulkita lainsäädännön sisältöä ja sen antamia normeja sijoitusrahaston markkinoinnille. Kysymyksenä on mikä on sovellettava lainsäädäntö sijoitusrahaston markkinoinnin lainmukaisuusarvioinnissa sekä mikä on SRL:n ja muiden säädösten normisisältö. Tutkielmassa on myös relevanttia käsitellä tulkintaan vaikuttavia periaatteita. Tutkimusaihetta lähestytään sekä lainopin metodein tekemällä kannanottoja lain tulkintaan ja systematisointiin että normatiivisen

---

<sup>11</sup> Markkinoinnin, prekontraktuaalisen neuvotteluvaiheen ja sopimuksen tekemisen ajallisesta järjestyksestä Wuolijoki 2009 s.149.

<sup>12</sup> Lain sijoituspalveluyrityksistä 26.10.2007/922 5 §:n mukaan yksilöllisen suosituksen antaminen asiakkaalle tiettyä rahoitusvälinettä koskevaksi liiketoimeksi on sijoituspalvelun tarjoamiseen liittyvää sijoitusneuvontaa.

sääntelyteorian aspektista pohtimalla miten ja minkälaisella lainsäädännöllä päästäisiin yhteiskuntapoliittisesti kannattavaan ja haluttuun lopputulokseen<sup>13</sup>.

Kun tutkitaan arvopaperimarkkinoita, on syytä ottaa tutkielmaan mukaan liiketaloudellinen näkökulma. Markkinoiden toiminnan tunteminen on välttämätöntä, jotta ymmärretään viranomais-toiminnan vaikutus markkinoiden toimintaan ja sitä kautta kansantalouteen ja markkinoilla toimivien asemaan. Oikeustaloustiede (law and economics) tutkii lainsäädännön ja lain tulkinnan taloudellisia vaikutuksia<sup>14</sup>. Perinteisesti oikeustaloustieteen tutkimus on painottunut *de lege ferenda* -tyyppisessä tutkimuksessa ja sen rooli jäänyt vähäiseksi lain tulkinnassa<sup>15</sup>. Syynä tähän on perinteinen normatiivinen oikeuslähdeoppi, jossa yhteiskunnalliset ja etenkin taloudelliset seuraukset on luokiteltu reaaliseksi argumenteiksi, joilla on varsin rajallinen merkitys sallittuna oikeuslähteenä<sup>16</sup>. Toisaalta esimerkiksi Mähösen mukaan oikeuslähteitä ei saisi etukäteen priorisoida toisiinsa nähden, vaan tavoite ja paras lopputulos ovat se mihin pyritään oikeusjärjestyksen konsistenssista riippumatta. Ratkaisu voi olla jopa ristiriidassa aiemman oikeuskäytännön kanssa ja taloudelliset argumentit voivat olla ratkaisevassa asemassa, jos päätöksenteko sitä edellyttää.<sup>17</sup> Klami pohtii taloudellisten argumenttien ongelmana makrotason ajattelun puutetta oikeustieteissä. Ongelmana saattaa olla se, että mikrotason ajattelusta vedetään yleistäviä johtopäätöksiä, jolloin reaaliset argumentit voivat olla pelkkiä spekulatioita ilman empiiristä vahvistamista<sup>18</sup>.

Taloudellinen aspekti lainsäädännön ja lain tulkinnan argumenttina on vain yksi näkökulma, eikä muita oikeustieteiden peruseriaatteita voida lainopillisessa tutkimuksessa näillä argumenteilla sivuuttaa. Oikeustaloustieteilijöiden aikaisemmat huomiot osoittavat, että lainopin metodin lainalaisuudet ja perinteinen normatiivinen oikeuslähdeoppi rajoittavat taloudellisten argumenttien käyttöä<sup>19</sup>. Koska työn lähtökohtana ovat Mähösen mainitsevat tavoitteen ja parhaan lopputuloksen saavuttamisen etsiminen ja kyseessä on kuitenkin tutkielma sekä siinä esiintyviä tulkintakannanottoja, voidaan taloudellisille argumenteille antaa suurempi merkitys kuin konkreettisesti tuomioistuimen ratkaisutoiminnassa ottamatta kantaa normatiivisen oikeuslähdeopin kiistan-

---

<sup>13</sup> Heimonen-Määttä 1997 s. 6-7.

<sup>14</sup> Oikeustaloustiede on Suomessa ja muissa pohjoismaissa suhteellisen uusi tieteenala, joka on omaksuttu *common law* -oikeusjärjestelmästä. Timonen 1998 s. 1.

<sup>15</sup> Mähönen 2004 s. 49.

<sup>16</sup> Mähönen 2004 s. 49 ja reaalista argumenteista Klami 1996 s. 468.

<sup>17</sup> Mähönen 2004 s. 56 ja Hirvonen 2012 s. 167.

<sup>18</sup> Klami 1996 s. 471.

<sup>19</sup> Mähönen s. 55 ja Määttä 2009 s. 6.

alaisuuksiin.<sup>20</sup> Myös kuluttajaoikeudelliset periaatteet tulevat jo tutkielman nimen perusteella sovellettaviksi ja tietenkin yritysjuridinen näkökulma tulee esille kun tarkastellaan markkinoinnin normittamista yrityksen velvollisuuksien ja oikeuksien kannalta.

---

<sup>20</sup> Mm. Timonen ja Määttä oikeuslähdeopin sitovuudesta argumentoinnissa. Määttä 2002 s. 138 *”tuomioistuimet ovat sidottuja oikeuslähdeoppiin”*. Timonen 1996 s. 149-150 seuraamusargumenttien erilaisesta merkityksestä konkreettisen oikeusriidan ratkaisussa, tutkijan tulkintakannanotossa ja normi- ja sääntelykritiikissä. *”Seuraamusargumentit ovat aina ja ”vain” –reaalisia argumentteja, mutta niiden käyttömahdollisuudet ja painoarvo ovat sidoksissa tutkijan tai tulkitsijan tehtävänasetteluun ja tiedonintressiin.”*

## 2 RAHASTO-OSUUDEN MARKKINOINNIN SÄÄNTELY JA SEN PERUSTEET

### 2.1 Sääntelyn perusteet

#### 2.1.1 Tehokkuus ja taloudellinen kasvu lainsäädännön perusteena

Finanssimarkkinoiden tehtävä on tuottaa rahoitusta taloudellisten toimijoiden tarpeisiin. Alijäämäisten toimijoiden rahoituksen tarve voidaan täyttää ylijäämäisten tarjoamalla rahoituksella, jolloin ne saavat vastineeksi tuottoa sijoitukselleen. Nykyaikaiset rahoitusmarkkinat ovat monimutkainen järjestelmä, jossa toimii mm. rahoituslaitoksia, sijoituspalveluyrityksiä, vakuutusyrityksiä ja arvopaperimarkkinoiden osapuolia (kuva 1). Rahoitusmarkkinat voidaan jakaa arvopaperimarkkinoihin ja luottolaitosten välittämään rahoitukseen. Sijoitusrahastotoiminta sijoittuu arvopaperimarkkinoille.

Kuva 1  
Finanssimarkkinoiden toimijat



©Finanssialan keskusliitto 3.10.2012

Arvopaperimarkkinat voidaan jakaa pääoma- ja rahamarkkinoihin sekä käteis- ja johdannaismarkkinoihin. Rahamarkkinat ovat lyhytaikaisen (alle vuoden) mittaisen rahoituksen markkinat ja pääomamarkkinat ovat pitkäaikaisen (kuten osakkeet) rahoituksen markkinat. Pääomamarkkinat toimivat ensi- ja jälkimarkkinoina sen mukaan onko kyse arvopaperin liikkeeseenlaskusta vai kaupankäynnistä jo markkinoilla olevilla arvopapereilla. Arvopaperin sujuva kaupankäynti jälkimarkkinoilla on edellytys toimiville ensimarkkinoille, sillä sijoittaja ei ole halukas merkitsemään arvopapereita ensimarkkinoilla, jos ei ole toiveita halutessaan saada niitä kaupaksi jälkimarkkinoilla. Käteismarkkinoilla arvopaperi (osake tai joukkolaina) luovutetaan ostajalle heti, mutta johdannaismarkkinoilla käydään kauppaa myöhemmin voimaan tulevista sopimuksista.

Rahoitusmarkkinoiden kehittäminen on kansantaloudellisesti merkittävää, koska hyvin toimiva pääomien allokoituminen edistää useiden taloustieteellisten tutkimusten mukaan taloudellista kasvua. Yksinkertaistaen kansantalouden kokonaistuotanto (bruttokansantuote  $Y$ ) voidaan kuvata seuraavanlaisella funktiolla, jossa on pääoma (kiinteä  $K$  ja henkinen  $H$ ) ja työ  $L$ .  $F$  kuvaa tuotantoteknologiaa ja muuttuja  $A$  mittaa teknologian tasoa.<sup>21</sup> Funktion taustalla on Robert Solow'n johdolla luotu ns. Solow'n malli, jonka mukaan talouden kasvu perustuu pääoman ja työvoiman kasvuun.

$$Y=AF(K,H,L)$$

Makrotalousteorian perinteinen usklassinen eksogeeninen kasvuteoria ja uusi endogeeninen kasvun teoria eroavat toisistaan teknologian kehityksen käsittelyn osalta. Eksogeenisen kasvun teoria olettaa teknologian kehityksen olevan ulkopuolelta annettu ja endogeenisen kasvun teorian mukaan teknologian kehittyminen on tietoisien toiminnan tulosta. Endogeeninen kasvun teoria kuitenkin perustuu usklassiselle kasvun teorialle ja molemmissa teorioissa pääoman kasvun mekanismi on sama. Pääoma on tuotannontekijä, jonka määrää voidaan kasvattaa investoinneilla, jotka rahoitetaan säästämällä. Koska säästämisen ja investoinnin päätökset tekevät yleensä eri toimijat taloudessa, on tärkeää, että he kohtaavat hyvin toimivilla rahoitusmarkkinoilla.<sup>22</sup>

---

<sup>21</sup> Pohjola 2011 s. 148.

<sup>22</sup> Pohjola 2011 s. 160-161.



Nykyään on otettu myös sosiaalinen pääoma, instituutiot, huomioon talouskasvua tarkasteltaessa. On huomattu, että osa talouskasvusta jää selittämättä työn ja pääoman muutoksella. Sosiaalisen pääoman on sanottu vaikuttavan koko yhteiskunnan toiminnan tehokkuuteen. Coleman määrittelee sosiaalisen pääoman sen funktioiden kautta, mutta lyhyesti määriteltynä sosiaalisella pääomalla tarkoitetaan sosiaalisten rakenteiden luomia lisäresursseja, jotka helpottavat yksilöiden toimintaa<sup>23</sup>.

Taloudellisella kasvulla on merkitystä sekä yhteiskunnallisella että yksilötasolla. Emerita-professori Riitta Hjerpe puhui Talouselämä-lehdessä talouskasvun merkityksestä ja sen vaikutuksesta Suomen nykytilaan. Hänen mukaansa nykyisen yhteiskuntamme hyvinvointirakenteet ja yksilöiden elintaso ovat viimeisen reilun sadan vuoden talouskasvun ansiota. Talouskasvuun pyrkiminen on siis perusteltua, koska siitä luovuttaessa olisi tehtävä yhteiskunnassa vaikeita valintoja resurssien allokoinnissa.<sup>24</sup> Talouskasvuun pyritään luonnollisesti myös Euroopan yhteisellä talousalueella rahoitusmarkkinoita integroimalla. Integrointi poistaa esteitä markkinoilla ja edistää markkinoiden tehokkuutta ja tätä kautta edistää Euroopan kilpailukykyä talousalueena.

Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi on taloustieteissä perinteisesti käytetty malli, jolla kuvataan markkinoiden informaation vaikutusta markkinahintoihin. Periaatteena on, että markkinat ovat sitä tehokkaammat, mitä paremmin markkinahinnat heijastavat hintoihin vaikuttavan tiedon. Teoriassa tehokkuus on jaoteltu kolmeen luokkaan: heikkojen ehtojen tehokkuus, keski- eli puolivahvojen ehtojen tehokkuus ja vahvojen ehtojen tehokkuus.

Vahvasti tehokkailla markkinoilla kaikki julkistettu tieto on vaikuttanut markkinahintoihin, eikä voida löytää ali- tai ylihinnoiteltuja osakkeita. Tällöin osakekauppa on turvallista kun yksittäinen sijoittaja voi luottaa, että myös tieto, jota hän ei osaa tulkita tai ei tiedä, on vaikuttanut osakkeen hintaan. Kukaan ei voi tehdä yksittäisiä muita parempia sijoituksia tai välttyä huonoilta sijoituksilta, koska kukaan ei voi tietää sijoituskohteen arvon tulevaa kehitystä. Hintakehityksen seuraamisesta ja muista kaupankäynnin säännöistä on hyötyä silloin kun toimitaan tehottomilla markkinoilla. Markkinoiden tehokkuutta voidaan arvioida ns. täydellisten markkinoiden teorian kautta, jolloin oletetaan, että

---

<sup>23</sup> Colemanin erittelemät sosiaalisen pääomat muodot ovat sosiaalisten rakenteiden luomat velvoitteet, odotukset ja luottamus, informaatiokanavat sekä normit ja sanktiot. Coleman 1988 s. 101-105.

<sup>24</sup> Hurri 2009. Taloudellisen kasvun hyödyistä on noussut myös kriittistä keskustelua koskien elintason kasvun ja hyvinvoinnin kasvun suhdetta. Onpa maailmalla syntynyt talouskasvun vastainen Degrowth -niminen liikekin, jossa katsotaan, ettei talouskasvu enää lisää hyvinvointia kaikkein vauraimmissa maissa. Liikkeestä ja sen argumentaatioperusteista mm. Alaja Kalevi Sorsa Säätiön julkaisuissa 4/2011.

- markkinat ovat kitkattomat (ei veroja, ei transaktiokustannuksia, ei rajoittavia säännöksiä).
- sijoituskohteet ovat täysin jaettavissa ja markkinoitavissa eikä mitakaan rajoittavia säännöksiä esiinny.
- vallitsee täydellinen kilpailu ja arvopaperimarkkinoilla sijoittajat arvostavat suurempaa rahamäärää pienempää enemmän.
- sijoittajat maksimoivat rationaalisesti hyötynsä.
- markkinat ovat informatiivisesti tehokkaat.<sup>25</sup>

Täydellisten markkinoiden oletukset eivät käytännössä toteudu, vaan kyseessä on malli, jonka kautta voidaan arvioida markkinoiden tehokkuutta. Markkinoiden tehokkuudesta käytännössä ei ole myöskään yksiselitteistä vastausta. Tutkimukset ovat osoittaneet, että Suomessa markkinat täyttävät jonkinasteisen tehokkuuden, heikkojen ehtojen ja puolivahvojen ehtojen, kriteerit. Myös vastakkaisia tuloksia on esitetty. Markkinoiden tehokkuus myös vaihtelee ajan myötä ja kyseessä olevan arvopaperin perusteella.<sup>26</sup>

Tehokkuus edistää rahoitusmarkkinoiden turvallisuutta ja toimivuutta ja tämän vuoksi tehokkuuden parantamista on käytetty myös lainsäädännön argumenttina<sup>27</sup>. Erilaiset markkinahäiriöt estävät tehokkaan voimavarojen allokaation markkinoilla, joten lainsäätäjä pyrkii nk. *tehokkuusnormeilla* vaikuttamaan allokaation tehokkuuteen<sup>28</sup>. Hoppu suosittelee lain tulkinnan näkökulmasta, että yksittäisen normin soveltamista harkittaessa tulisi valita markkinoiden tehokkuutta tukeva tulkinta, jolleivät muut näkökohdat *riittävän vahvasti* edellytä toisenlaista ratkaisua. Tehokkuuden tukeminen on kuitenkin vain yksi arviointiin vaikuttava seikka muiden argumenttien joukossa.

Mikä sitten voisi olla tällainen riittävän vahva edellytys toisenlaiseen tulkintaan? Hoppu mainitsee tilanteen, jossa on arvopaperilainsäädännössä *nimenomaisesti* päädytty ratkaisuun, joka poikkeaa tehokkaiden markkinoiden teoriasta, esimerkiksi sisäpiirin tiedon väärinkäyttäminen.<sup>29</sup> Tällöin voimme tulkita asian niin, että lähtökohtaisesti suosittaisiin markkinoiden tehokkuutta suosivaa tulkintaa, jollei ole *nimenomaisesti* muuta säädetty. Tällainen tilanteeseen liittyvä erityinen (nimenomainen) säännös olisi riittävän vahva edellytys poiketa markkinoiden tehokkuutta edistävästä tul-

---

<sup>25</sup> Hoppu 2004 s. 25-28. Leppiniemi 2002 61-62.

<sup>26</sup> Leppiniemi 2002 s. 61-62.

<sup>27</sup> Leppiniemi 2002 s. 37 ja 61.

<sup>28</sup> Määttä 1999 s. 26 (Määttä viittaa myös teokseensa Environmental Taxes. From an Economic Idea to a Legal Institution 1997, jossa hän käyttää termiä *efficiency norm*)

<sup>29</sup> Hoppu 2004 s. 26-27.

kinnasta. Turtiainen taas pitää yhtenä keskeisenä lainsäädännön tehtävistä pyrkimistä transaktiokustannusten minimoimiseen. Esimerkiksi sijoitusrahastolainsäädännössä lakia voidaan pitää kustannuksia alentavana mallisopimuksena.<sup>30</sup> Transaktiokustannukset vähentävät markkinoiden täydellisyyttä, jolloin Turtiaisenkin näkemyksestä voidaan päätellä, että lainsäädännöllä on pyrittävä markkinoiden tehokkuuteen.

### 2.1.2 Sijoitusrahastotoiminnan elinkaari Suomessa lainsäädännön kehittämisen perusteena

Suomen rahoitusmarkkinoiden rakennemuutos jo ennen 1980-lukua mahdollisti arvopaperisijoittamisen myös tavalliselle sijoittajalle. Osakemarkkinoiden laajentuessa ja eriytyessä 1980-luvun puolivälissä alkoi myös sijoitusrahastotoiminta.<sup>31</sup> Katsottiin, että Suomessa oli tarve sijoitusvaihtoehtojen lisäämiseen ja monipuolistamiseen ja että Suomessa oli edellytykset rahastosijoittamisen aloittamiseen<sup>32</sup>. Sijoitusrahastotoiminnan aloittamista myös vastustettiin eduskunnassa<sup>33</sup>.

Yksityiset kuluttajat ovat sijoitustoiminnan aloittamisesta huolimatta suosineet Suomessa perinteisiä sijoitusmuotoja, kuten pankkitalletuksia.<sup>34</sup> Sen lisäksi, että rahamarkkinoiden rakenne on muuttunut, kotitalouksien kasvanut rahoitusvarallisuus sekä lisääntynyt tietoisuus muista säästämismuodoista aiheuttivat 2000-luvun alussa säästämisen rakennemuutoksen. Näiden rakenteellisten tekijöiden lisäksi sijoitusympäristö on Suomessa tullut lähemmäs tavallista yksityishenkilöä internetin käytön lisääntyessä. Nämä seikat sekä mm. alhaiset korot, pankkitalletusten verovapauden poistuminen ja ankara markkinointikampanjointi lisäsivät nopeasti rahastosijoittamisen ja vapaaehtoisen vakuutussäästämisen suosiota 2000-luvun alkupuolella perinteisten pankkitalletusten kustannuksella.<sup>35</sup>

Vuoden 2008 aikana tapahtunut globaali talouden heikkeneminen aiheutti reaktioita myös suomalaisissa rahastosijoittajissa. Vuosituhannen alusta jatkunut sijoitusrahastobuumi taittui ja kotimais-

---

<sup>30</sup> Turtiainen 2004 s. 13.

<sup>31</sup> Rudanko 1998 s. 7.

<sup>32</sup> HE 238/1986 vp. Yleisperustelut, 1.1 tavoitteet, 5. ja 6. kappale.

<sup>33</sup> Eriävä mielipide sisältyi mm. Pankkivaliokunnan mietintöön. PaVM n:o 5/1986. Sten Söderström perusteli eriävää mielipidettään mm. sillä, että järjestelmä voi aiheuttaa tehokkaan markkinoinnin kautta, että hyväuskoiset kansalaiset sijoittavat rahastoihin varoja, joiden kohtaloon tällaisessa toiminnassa aina kuuluu riskiä, ja rahojen menettämisen mahdollisuus.

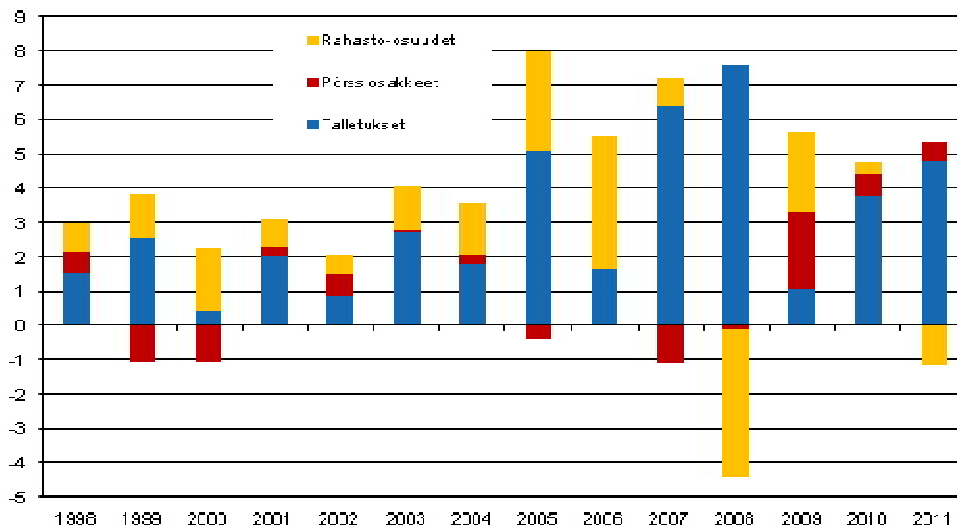
<sup>34</sup> Fiva:n tekemän tutkimuksen mukaan suomalaisten kotitalouksien sijoitusvarallisuuden jakauma eri instrumenttien kesken on hyvin samankaltainen kuin muissa Euroopan maissa. Ruotsalaiset sen sijaan ovat muita aktiivisempia rahastosijoittamisessa. Fiva: Kotitalouksien sijoitusrahastosäästäminen 2012 s. 4-5.

<sup>35</sup> Myös Harju – Syyrilä 2001 s. 22 – 27 sekä Hoppu 2005 s. 18 – 22.

ten rahastojen sijoituspääoma laski 66 miljardista 41,3 miljardiin euroon. Rahastojen sijoituspääomassa tapahtui siis vuoden aikana hurja 37,4 %:n lasku. Pääoman laskusta tosin suurin osa eli 54 % (13,3 mrd. euroa) johtui pörssikurssien ja korkoinstrumenttien arvonlaskusta. Sijoittajat kuitenkin myös siirsivät 11,4 miljardia euroa muihin kohteisiin finanssikriisin seurauksena.<sup>36</sup> Myös OP-Pohjola ryhmän teettämä sijoittajabarometri osoitti, että suomalaisten luottamus taloutta kohtaan heikentyi. Sijoittajabarometrin vastaajista 16 prosenttia siirsi varoja muista sijoituskohteista pankkitileille ja vain 4 prosenttia niistä, joilla ei ollut rahasto-osuuksia, aikoi sellaisia tulevaisuudessa hankkia.<sup>37</sup> Vuoden 2009 parempi maailmantalouden tilanne käänsi kotitalouksien nettomerkinnot sijoitusrahastoihin jälleen positiivisiksi ja kotimaisten rahastojen pääoma nousi 54,3 miljardiin euroon. Vuonna 2010 Euroopan velkakriisin seurauksena rahastoista lunastettiin runsaasti, mutta positiivinen markkinakehitys nosti rahastojen pääoman arvon 61,5 miljardiin euroon.<sup>38</sup> Vuoden nettomerkinnot rahastoihin olivat kuitenkin niukasti positiivisen puolella. Vuonna 2011 velkakriisi kärjistyi ja kotitalouksien nettomerkinnot jäivät jälleen negatiiviseksi ja rahastoista lunastettiin yli 750 milj. euroa.<sup>39</sup>

Kuva 2

#### KOTITALOUKSIEN SIOJITUKSET TALLETUKSIIN, PÖRSSIOSAKKEISIIN JA RAHASTOIHIN, MILJARDIA EUROA



©Tilastokeskus 27.8.2012

<sup>36</sup> Suomen sijoitustutkimus: Sijoitusrahastojen vuosi 2008, Rahastopääoma, 1. ja 2. kappale.

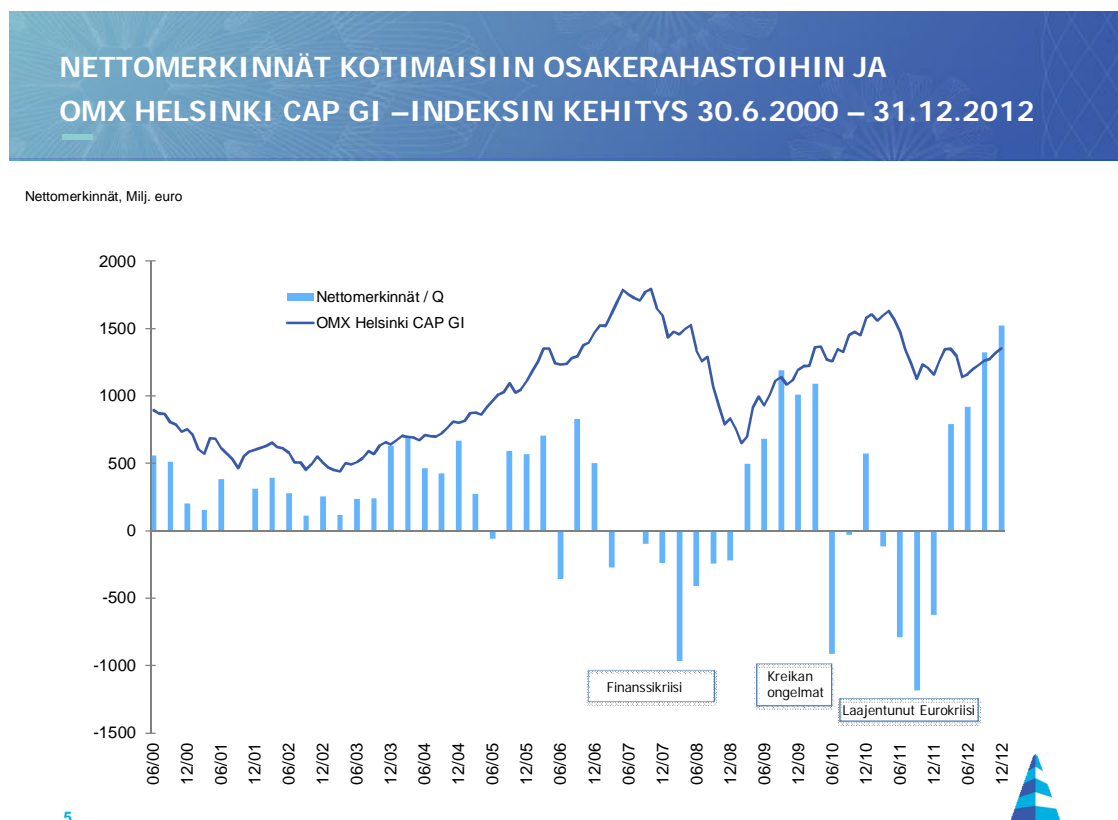
<sup>37</sup> OP-Pohjola 2008: Talousluottamus notkahtanut – sijoituspalvelun tarjoajan luotettavuus tärkeintä, Rahaa siirretty tileille, 1. kappale sekä Rahastoja joka kolmannella, 2. kappale.

<sup>38</sup> Finanssialan keskusliitto: Sijoitusrahastojen vuosi 2010. Rahastopääoma.

<sup>39</sup> Fiva: Kotitalouksien sijoitusrahastosäästäminen 2012 s. 7-8.

Vuoden 2012 alun valoisat näkymät kääntyivät pian uuteen talouden romahdukseen vuoden toisella neljänneksellä. Pörssikurssit laskivat rajusti ja suomalaisten kotitalouksien nettomerkinnät seuraavat herkästi pörssikurssien liikehdintää.<sup>40</sup> On mielenkiintoista nähdä miten sijoitusrahastot selviävät tulevista haasteista, sillä suomalaiset yksityishenkilöt ovat sijoittajina arkoja, eivätkä helposti lähde sijoittamaan epävarmoille markkinoille.

Kuva 3



©Finanssialan keskusliitto, Suomen sijoitustutkimus 10.1.2013

Kuten edellä finanssimarkkinoiden toiminnasta ja sijoittajakäyttäytymisestä puhuttaessa esitettiin, tehokkaat markkinat ovat tavoitteena ja tehokkaiden markkinoiden edellytyksenä on rationaalinen informaation käyttäminen. Markkinahistorian valossa näyttäisi kuitenkin siltä, että joissakin tilanteissa sijoittajat käyttäytyvät laumassa epärationaalisesti, jolloin markkinatkaan eivät toimi rationaalisesti<sup>41</sup>. Epärationaalisen käyttäytymisen syyt voivat olla erinäisiä, mutta osaltaan on

<sup>40</sup> Fiva: Kotitalouksien sijoitusrahastosäästäminen s. 7-8.

<sup>41</sup> Yksittäisten sijoittajien epärationaalinen käyttäytyminen kumoaa toisensa, jolloin markkinat kuitenkin käyttäytyvät rationaalisesti. Hoppu 2004 s.64-65.

varmasti kyse kotitalouksien arkuudesta uhrata varallisuuttaan, osaltaan myös puutteellisesta taidosta käyttää informaatiota hyväkseen ja muutoin suoraan kompetenssin puutteesta. Myös ns. laumakäyttäytyminen voi aiheuttaa epärationaalista käyttäytymistä etenkin haastavissa markkinatilanteissa. Markkinoiden normittaminen edesauttaa sitä, että sijoittaja saa tarvitsemansa informaation toimiakseen mahdollisimman rationaalisesti markkinoilla. Tämä edistää myös sekä sijoittajan luottamusta markkinoihin että sijoittajansuojaa.

Sijoittajan suojaaminen ja markkinoiden toimivuuden takaaminen antavat lainsäätäjälle haasteita toimia erilaisissa taloudellisissa tilanteissa. Euroopan komissio on finanssikriisin seurauksena todennut, että lainsäädäntö ei ole pysynyt kehityksen tasalla sijoituskohteita koskevan lainsäädännön osalta ja että sijoitustuotteiden myyntiä koskevissa EU-säädöksissä on parantamisen varaa<sup>42</sup>.

Sijoitusrahastojen arvon negatiivinen kehitys huonon markkinatilanteen seurauksena on myös aiheuttanut skeptisyyttä rahastosijoittamista ja sijoituspalvelun tarjoajia kohtaan. Amatöörisijoittajat eivät välttämättä ole täysin ymmärtäneet sijoitusrahastotoimintaa, vaikka ovat merkinneet rahasto-osuuksia sijoitusneuvojen suosituksesta. Kuitenkin vuosituhannen alussa tapahtunut nopea nousu rahastojen arvossa ja sijoittamisen helppous jättämällä osa päätöksistä ammattilaisille houkutteli sijoittamaan rahastoihin. Sijoituspalvelun tarjoajat, kuten pankit ja pankkiiriliikkeet, ovat taas aktiivisesti markkinoineet rahastosäästämistä, sillä monimutkaiset sijoitustuotteet ovat huomattavasti esimerkiksi perinteistä talletustiliä tuottavampia tarjoajalleen ja niillä saa houkuteltua uusia kokemattomiakin asiakkaita toimimaan arvopaperimarkkinoilla. Finanssikriisin aiheuttama riskin realisoituminen on pelästyttänyt sijoittajia, jotka haluavat saada jonkun muun vastuuseen sijoituksensa arvon laskemisesta.

Yhteiskunta ja sen arvot, arvostukset ja tarpeet muuttuvat ja varsinkin rahoitusmarkkinat ovat hyvin nopeasti muuttuva osa modernisoitunutta yhteiskuntaa. Lainsäätäjän ja lain tulkitsijan haasteena on ottaa huomioon muutokset rahoitusmarkkinoiden rakenteessa, sijoittajaprofiilissa, talouden tilassa, yhteiskunnan arvoissa ja kaikissa muissa sijoitusrahaston markkinointiin vaikuttavissa tekijöissä, jotta lainsäädännön tavoitteet toteutuvat entisellä tavalla. Normihan annetaan, jotta saavutettaisi jokin tietty tavoite. Tämä tavoite yleensä esitetään lainvalmistelutöissä, joissa tuodaan esille miksi on

---

<sup>42</sup> Komissio ehdottaa mm. vakiomuotoisen tietolomakkeen liittämistä kaikkiin sijoitustuotteisiin. KOM (2012)352 ja yhteissijoitusyrityksille selkeämpiä ja yhdenmukaisia sääntöjä KOM (2012)0168.

päädytty kyseisen sääntelyn antamiseen.<sup>43</sup> Kysymys herää, että jos jokin sijoitusrahaston markkinoitiin vaikuttavista komponenteista<sup>44</sup> muuttuu, mitä pitää tapahtua, että päästään normituksen perustana olevaan tavoitteeseen? Jos lainsäädäntö X säätelee asioista Y ja Z, ja oikealla tulkinnalla T päästään haluttuun tulokseen Y, niin mitä tapahtuu kun tekijässä Y tai Z tapahtuu muutos? Jos Y pysyy vakiona, niin pitääkö silloin lainsäädännön X tai tulkinnan T muuttua. Onko muutospaine niin kova, että tarvitaan lainsäädännön tai vakiintuneen tulkintaprejudikaatin muutosta, jotta pystytään turvaamaan taustalla vaikuttavat periaatteet, kuten esimerkiksi sijoittajansuoja tai pääomien vapaa liikkuvuus integroituneilla sisämarkkinoilla<sup>45</sup>? Vai pitääkö kenties muutos jättää huomiotta, jotta oikeusvarmuus ja ennustettavuus säilyvät? Finanssikriisiä koskien arvopaperilautakunnan (APL) ratkaisusuosituksessa (129/2009 8.12.2009) ei ole otettu huomioon markkinatilanteen muutosta eli pankin esittämää ennen näkemättömän poikkeuksellista markkinatilannetta arvioitaessa markkinoinnin lainmukaisuutta<sup>46</sup>.

### 2.1.3 Sijoittajansuoja, kuluttajansuoja ja sijoittajakäyttäytyminen

Suomen sijoitustutkimuksen vuosikatsauksen mukaan arvioilta noin 700 000 yksityishenkilöä omistaa Suomessa rahastosijoituksia eli 37 % rahastopääomasta (sijoitussidonnaiset vakuutukset mukaan luettuna) on kotitalouksien tekemiä rahastosijoituksia<sup>47</sup>. Yksittäisen sijoituksen arvo voi olla pieni, mutta piensijoittajien yhteenlaskettu volyymi on kuitenkin merkityksellinen Suomen markkinoilla. Sijoittajan luottamus on keskeisessä asemassa arvopaperimarkkinoiden toimivuuden kannalta ja siksi markkinoita on normitettava ja sijoittajan asemaa muutoinkin markkinoiden ulkopuolisilla toimilla turvattava.<sup>48</sup> Markkinoiden tehokkuus heikkenee, kun sijoittajat eivät luota sopimuskumppaniinsa ja sitä kautta myös yhteiskunnan tehokkuus heikkenee. Epäsymmetrisen informaation ongelma ilmenee kun toinen markkinaosapuoli hyväksikäyttää parempaa tietämystään väärällä tavalla hyväkseen. Rahastoyhtiöt voisivat ottaa ylisuuria riskejä sijoituksissaan, jos tällaista ns. moraalihazardia ei pyritä poistamaan lainsäädännöllä. Puhutaan moraalisesta uhkapelistä, jossa

---

<sup>43</sup> Kaisto 2005 s. 353. Kaisto myös toteaa, että käytännössä lainvalmisteluaineistolla on normatiivista merkitystä suuntaviivoja hahmotettaessa, mutta tällä ei kuitenkaan tarkoiteta ottaa kantaa tulkintaan.

<sup>44</sup> Finanssimarkkinoiden muutosvoimista mm. Alhonsuo-Nisén-Pelikka 2009 s. 24-29.

<sup>45</sup> Single market, marché unique, binnenmark, inre marknad. Ralf Grahm on pohtinut blogissaan 13.12 ja 15.12.2010, että onko Suomessa yhtenäis- vai sisämarkkinat. Eri maissa on käytetty eri termejä ja Suomessakin molempia termejä rinnakkain. Grahm 2010.

<sup>46</sup> Ratkaisusuositus päätettiin tasan menneellä äänestyksellä, jossa puheenjohtajan kanta ratkaisi. Eriävän mielipiteen mukaisessa ratkaisusuosituksessa katsottiin, että asiakkaan valitsema tuote on vastannut hänen sijoittajakartoituksessa ilmeneviä sijoitustavoitteitaan, vaikka rahaston arvo laski *erittäin poikkeavassa markkinatilanteessa*. APL 129/2009.

<sup>47</sup> Suomen sijoitustutkimus: Sijoitusrahastojen vuosi 2012.

<sup>48</sup> Hoppu 2004 s. 98.

toinen sopimusosapuoli ei vastaa aiheutuneista kustannuksista. Rahastoyhtiöhän ”pelaa” sijoittajien rahoilla, jolloin sillä itsellään ei ole varsinaista markkinariskiä.<sup>49</sup> Samoin sijoitusrahasto tai muu rahastosijoittamista tarjoava yhtiö voisi käyttää hyväkseen epäsymmetristä informaatiota esimerkiksi rahastojen kulurakenteesta ilman lainsäädännön tarjoamaa sijoittajansuojaa.

Luonnollisesti myös SRL:n peruslähtökohtana on sijoittajan luottamus, erityisesti piensijoittajan suojaaminen. Sääntelyllä on pyritty, että sijoitusrahastotoiminta olisi luotettavaa ja turvallista ja että rahasto-osuudenomistajalle ja sellaiseksi aikovalle tarjottaisiin riittävät ja oikeat tiedot perustellun sijoituspäätöksen tekemistä varten.<sup>50</sup> Sijoittamiseen liittyy kuitenkin aina sijoitusriski eli tappion realisoitumisen riski. Tämän vuoksi sijoittajansuojaa ei voida täysin rinnastaa kulutushyödykkeen ostajan suojaan, vaikka sijoittajansuoja katsotaankin usein osaksi kuluttajansuojaa.<sup>51</sup>

Piensijoittajan katsotaan olevan heikossa asemassa mahdollisen vähäisen markkinoiden tuntemisen ja korkeiden transaktiokustannusten vuoksi. Usein piensijoittajan käytettävissä oleva markkina-informaatiokin on vanhempaa kuin suurilla sijoittajilla tai ainakin hän voi joutua maksamaan saadakseen ajankohtaista informaatiota. Kotitaloudet eli kuluttajasijoittajat ovat yleensä juurikin piensijoittajia. Tällaiset kuluttajasijoittajat eivät välttämättä edes osaa käyttää saamaansa markkina-informaatiota hyödykseen, vaikka informaatio olisi saatavilla. Tiedon saavutettavuudesta ja sijoittajan taidoista huolimatta sijoittajakäyttäytyminen ei ole aina rationaalista, eivätkä sijoituspäätökset perustu uusien tutkimusten mukaan pelkästään odotuksiin taloudellisista tuotoista ja riskistä. Markkinainformaation saavutettavuus ja sijoittajan perehtyneisyys eivät välttämättä pelasta ”vääriltä” sijoituspäätöksiltä<sup>52</sup>. Taloudellisen hyödyn maksimoinnin lisäksi kuluttaja voi nimittäin tavoitella ja kokea sijoittamisella saavuttavansa esimerkiksi positiivisia tunteita ja kokemuksia, itsetunnon kohoamista, vaivattomuutta tai omien arvojensa esiin tuomista<sup>53</sup>. Markkinoiden toimivuuden kannalta tavoitteena on kuitenkin, että myös pienillä kuluttajasijoittajilla olisi yhtäläiset mahdollisuudet tehdä rationaalisia sijoituspäätöksiä näin halutessaan. Näin poistuisi ylimääräistä kitkaa

---

<sup>49</sup> Moraalihasardista mm. Parkkonen 1999 s.170-172 ja Kanninen-Määttä-Timonen 1996 s. 30-31.

<sup>50</sup> HE 202/1998 vp. Yleisperustelut, 3. Esityksen tavoitteet ja keskeiset ehdotukset, Sijoitusrahastolain rakenne ja soveltamisala, 2. kappale.

<sup>51</sup> Parkkonen 2010 s. 2.

<sup>52</sup> Toisaalta sijoituspäätöksen leimaaminen ”vääräksi” pelkän taloudellisen tuottavuuden epäonnistumisen perusteella ei mielestäni ole perusteltua, jos sijoittaja on tehnyt sijoituspäätöksen muilla perusteilla ja kokee saavansa muuta kuin taloudellisesti mitattavaa arvoa sijoituksestaan. Kts. esim. Puustinen 2012 kuluttajan tavoittelemasta ja kokemasta arvosta sijoituksissaan. Myös Chuah ja Devlin esittävät artikkelissaan Behavioural economics and financial services marketing: a review 2011, että nykytutkimuksen mukaan sijoittajakäyttäytyminen ei ole rationaalista, vaan myös sijoittajakäyttäytymisen tutkimiseen onkin hyödyllistä käyttää taloustieteen käyttäytymisen tutkimuksen työvälineitä.

<sup>53</sup> Puustinen 2012 s. 9-10.



markkinoilta ja lähestyttäisiin markkinoiden tehokkuutta ja sitä kautta pääomien tehokasta allokoitumista.

## 2.2 Peruskäsitteitä

### 2.2.1 Sijoitusrahastotoiminta, sijoitusrahasto ja yhteissijoitusyrittäjä

Sijoitusrahaston eräänlainen esi-isä, hollantilaisen Aadrian van Ketwichin perustama rahasto, implikoi jo aikoinaan nimellään *Eendragt Maakt Magt* sijoitusrahastotoiminnan periaatetta ja sen etuja piensijoittajalle.<sup>54</sup> Suomennettuna nimi tarkoittaa jotakuinkin, että yhtenäisyys luo voimaa. Sijoitusrahastohan on luonteeltaan kollektiivinen sijoitusinstrumentti, joka mahdollistaa välillisen sijoittamisen arvopaperimarkkinoille. Johtoajatuksena on tarjota sijoittajalle ammattilaisten asiantuntemus ja suursijoittajan mittakaavaedut, sekä edullinen riskinhajautus korvausta vastaan. Sijoitusrahaston etuna sijoittajalle on myös sen likvidi luonne sekä se, että sijoitusrahastoon voi ja joskus jopa kannattaa sijoittaa säästämällä vähitellen. Suorissa arvopaperisijoituksissa suuret transaktiokustannukset usein kannustavat sijoittamaan suurempia summia kerralla. Sijoitusrahasto on siis sijoittajalle helppo ja vähän työtä vaativa tapa päästä mukaan arvopaperimarkkinoille. Näistä eduista toki sijoittaja joutuu maksamaan erilaisten palkkioiden muodossa.

Sijoitusrahaston toimintaperiaate on yksinkertainen. SRL:n mukaan sijoitusrahastotoiminnalla tarkoitetaan

varojen hankkimista yleisöltä yhteistä sijoittamista varten ja näiden varojen sijoittamista pääasiallisesti rahoitusvälineisiin tai kiinteistöihin ja kiinteistöarvopapereihin sekä sijoitusrahaston ja erikoissijoitusrahaston hallintoa ja rahasto-osuuksien markkinointia (SRL 2.1 § 1 k).

Pykälän 2 toinen kohta jatkaa vielä, että sijoitusrahastolla tarkoitetaan sijoitusrahastotoiminnassa hankittuja sekä Suomessa vahvistettujen sääntöjen ja 11 luvun mukaan sijoitettuja varoja sekä niistä johtuvia velvoitteita. Sijoitusrahaston muodostavat siis ne sijoittajilta yhteen kerätyt varat, jotka on sijoitettu eri sijoituskohteisiin. Varojen hankkiminen tapahtuu myymällä sijoittajille rahasto-osuuksia, joilla tarkoitetaan samansuuruista osuutta tai vähintään yhtä osuuden murto-osaa sijoitus-

---

<sup>54</sup> Rouwenhorst 2004 s.1.

rahaston varoista<sup>55</sup>. Sijoittaja ostaa rahasto-osuuden tai – osuuksia, joista jokainen antaa yhtäläisen oikeuden rahastossa olevaan omaisuuteen<sup>56</sup>. Rahasto-osuuden hinta on sekä uudelle rahasto-osuudenomistajalle<sup>57</sup> että osuudesta luopuvalle aina sama eli sijoitusrahaston sijoitusten käypä markkina-arvo jaettuna liikkeellä olevien rahasto-osuuksien lukumäärällä. Rahasto-osuuksien lukumäärä vaihtelee sen mukaan miten sijoittajat ostavat ja myyvät osuuksiaan. Sijoitusrahaston pääoma taas määräytyy sen mukaan, kuinka paljon sijoittajat ostavat ja myyvät osuuksiaan sekä sen mukaan miten sijoituskohteiden arvot muuttuvat<sup>58</sup>.

Sijoitusrahastojen käyttämät sijoituskohteet vaihtelevat rahastojen sijoituspolitiikan mukaan. Sijoitusrahaston oletettavissa oleva tuotto sekä riskin suuruus määräytyvät käytettävien sijoituskohteiden tuotto-odotusten sekä riskin perusteella. Sijoituskohteina voivat olla kiinteistöt, osakkeet, joukkolainat, rahamarkkinainstrumentit, käteinen raha tai muut rahoitusvälineet. Sijoitusrahastot voidaankin karkeasti jakaa korko-, yhdistelmä ja osakerahastoihin sijoituskohteidensa mukaan. Korkorahastot luokitellaan lisäksi lyhyen-, keskipitkän- ja pitkän koron rahastoihin sen mukaan kuinka pitkiin lainoihin ne sijoittavat. Lyhyen koron rahastot ovat hyvin matalariskisiä, sillä ne sijoittavat varansa rahamarkkinasijoituksiin, joiden laina-aika on enintään vuosi. Keskipitkän koron rahasto on sekä lyhyt että pitkäaikaisiin korkoinstrumentteihin sijoittava rahasto, jonka sijoituspäätökset riippuvat korkomarkkinoiden tuotto-odotuksista. Pitkän koron rahastot sijoittavat nimensä mukaan pääosin pitkäaikaisiin joukkovelkakirjalainoihin. Korkorahastot ovat rahastosijoittajien suosiossa pienen riskin sekä hyvän likviditeetin ansiosta vaihtoehtona perinteisille pankkitalletuksille. Osakerahastot sijoittavat varansa osakkeisiin ja yhdistelmärahastot sijoittavat sekä osakkeisiin että korkoa tuottaviin kohteisiin. Tällöin sijoitusten painopistettä voidaan vaihtaa markkinatilanteen mukaan.

Ulkomaista rahastoa ja siihen rinnastettavaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavaa yritystä kutsutaan yhteissijoitusyritykseksi<sup>59</sup>. Yhteissijoitusyritykset ja sijoitusrahastot voidaan jakaa kahteen

---

<sup>55</sup> SRL 2.1 § 6 k.

<sup>56</sup> Rahasto-osuudet voidaan jakaa tuotto- ja kasvuosuuksiin sen mukaan, nostaako osuudenomistaja vuosittain kertyneen tuotto-osuuden vai jääkö tuotto kasvattamaan osuuden arvoa.

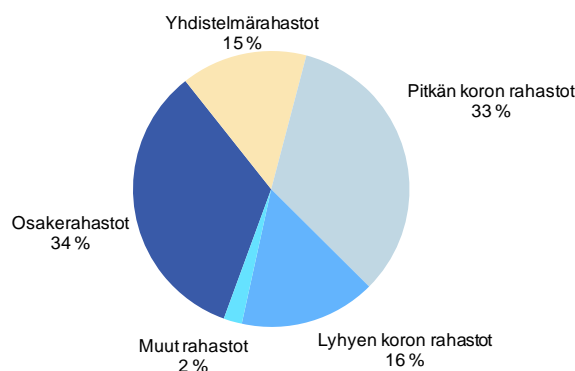
<sup>57</sup> SRL 2.1 § 7 k:n mukaan rahasto-osuudenomistajalla tarkoitetaan henkilöä, yhteisöä tai säätiötä taikka niihin rinnastettavaa ulkomaista yksityis- tai oikeushenkilöä, joka omistaa yhden tai useamman rahasto-osuuden tai murto-osan.

<sup>58</sup> Sijoitusrahaston varat kuuluvat siis rahasto-osuudenomistajille heidän omistustensa mukaan jaettuna. SRL 25.1 §:n mukaan rahasto-osuudenomistajat eivät kuitenkaan vastaa henkilökohtaisesti sijoitusrahastoa koskevista velvoitteista.

<sup>59</sup> SRL 2.1 § 10k.

tyyppiin eli UCITS IV – rahastoihin<sup>60</sup> (jäljempänä UCITS-rahastot), jotka täyttävät sijoitusrahastodirektiivin (2009/65/EY) edellytykset ja ovat kotoisin Euroopan talousalueelta sekä non-UCITS -rahastoihin, jotka eivät täytä sijoitusrahastodirektiivin vaatimuksia. Non-UCITS -rahastoja ovat Euroopan talousalueen ulkopuolella toimiluvan saaneet rahastot sekä Euroopan talousalueen valtiossa toimiluvan saaneet rahastot, jotka eivät ole UCITS-rahastoja. Non-UCITS -rahastot tarvitsevat erillisen luvan, jos haluavat markkinoida osuuksiaan Suomessa. Suomalaiset sijoitusrahastot ovat suurelta osin UCITS-rahastoja, mutta sijoitusrahastodirektiivin mukaisten, SRL:ssä tarkasti säädeltyjen, sijoitusrahastojen lisäksi on erikoissijoitusrahastoja (non-UCITS). Erikoissijoitusrahastot voivat sääntöjensä puitteissa määritellä itse sijoitusrajoituksensa ja sijoitustensa hajautuksen, mutta niiden on joka tapauksessa hajautettava sijoitustoiminnasta aiheutuvat riskit<sup>61</sup>. Tällaisia erikoissijoitusrahastoja ovat mm. Hedge fund -sijoitusrahastot ja vipurahastot. Hedgerahasto pyrkii markkinatilanteesta riippumatta positiiviseen tuottoon. Tämä ns. absoluuttinen tuottotavoite poikkeaa tavallisten rahastojen tavoitteesta, jotka pyrkivät vain voittamaan vertailuindeksinsä. Vipurahastot taas käyttävät johdannaisia tuottaakseen voittoa heilahtelevilla markkinoilla. Vipurahastot ovat hyvin volatiileja sijoituskohteita, jotka pyrkivät saamaan korkean tuoton ottamalla suuria riskejä.

Kuva 4



6



©Finanssialan keskusliitto, Suomen sijoitustutkimus 10.1.2013

<sup>60</sup> UCITS eli Undertakings for collective investment in transferable

<sup>61</sup> SRL 87 ja 88 §.

## 2.2.2 Rahastoyhtiö ja säilytysyhteisö

Sijoitusrahastotoimintaa saa harjoittaa vain toimiluvan saanut rahastoyhtiö ja säilytysyhteisötoimintaa saa harjoittaa vain toimiluvan saanut säilytysyhteisö<sup>62</sup>. Rahastoyhtiö on pääsääntöisesti sijoitusrahastotoimintaa harjoittava suomalainen osakeyhtiö<sup>63</sup>, joka sijoitusrahastotoiminnan lisäksi hoitaa myös sen hallintoa ja muuta käytännön toimintaa. Sijoitusrahaston hallintoon osallistuvat lisäksi rahasto-osuudenomistajat valitsemalla kolmanneksen hallituksen jäsenistä sekä yhden tilintarkastajan<sup>64</sup>.

Rahastoyhtiö saa harjoittaa sijoitusrahastotoiminnan lisäksi siihen olennaisesti liittyvää toimintaa, jos tällainen toiminta ei ole omiaan vahingoittamaan rahasto-osuudenomistajien etua<sup>65</sup>. Laissa ei ole tarkemmin määritelty minkälaista on sijoitusrahastotoimintaan olennaisesti liittyvä toiminta, mutta lainvalmisteluaineistosta käy ilmi, että asiaa harkitaan tapauskohtaisesti ja olennaista on, ettei tällainen muu toiminta ole haitaksi rahastoyhtiön päätehtävän suorittamiselle eikä siitä aiheutuvia kustannuksia saa vyöryttää rahastoyhtiön hallinnoimilta sijoitusrahastoilta perittäviin hallinnointikustannuksiin<sup>66</sup>. Rahastoyhtiön toimialaa on sittemmin laajennettu lakimuutoksilla siten, että sen on nykyään mahdollista harjoittaa myös sijoituspalveluyrityksistä annetussa laissa 26.10.2007/922 (myöh. SipaL) tarkoitettua omaisuudenhoitoa, sijoitusneuvontaa ja tiettyjä säilytys- ja hoitopalveluja. Toimialan laajentamisen tavoitteena oli mahdollistaa rahastoyhtiöille mittakaavaetujen hyödyntäminen sijoitustoiminnan hoitamisessa. Rahastoyhtiöillä ei ole enää aiemman kaltaista tarvetta ulkoistaa sijoitusrahastojen sijoitustoiminnan hoitamista konsernissaan olevalle sijoituspalveluyritykselle, vaan omaisuudenhoitotoiminnot voidaan keskittää konsernin rahastoyhtiöön. Rahoituspalvelukonsernit voivat siten yksinkertaistaa toimintarakenteitaan. Tästä aiheutuvat kustannussäästöt koituvat toivottavasti myös sijoittajien hyödyksi.<sup>67</sup>

Sijoitusrahaston varat säilytetään säilytysyhteisössä, joka on rahastoyhtiön kanssa sopimuksen tehnyt pankki, arvopaperinvälittäjä tai säilytysyhteisötoimintaan toimiluvan saanut osakeyhtiö. Säilytysyhteisötoiminnalla tarkoitetaan sijoitusrahaston varojen säilyttämistä sekä rahastoyhtiön

---

<sup>62</sup> SRL 3 §. Rahoitusyhtiön ja säilytysyhteisön toimilupa-asioista tarkemmin SRL 2 luvussa.

<sup>63</sup> SRL 2.1 § 3 k.

<sup>64</sup> SRL 8.1 ja 36 §.

<sup>65</sup> SRL 5.1 §.

<sup>66</sup> HE 202/1998 vp. Yleisperustelut, 2.1 lainsäädäntö ja käytäntö; Rahastoyhtiö ja sen tehtävät, 2. kappale.

<sup>67</sup> HE 110/2003 vp. Yleisperustelut, 3. Esityksen tavoitteet ja keskeiset ehdotukset, 3.2 Keskeiset ehdotukset, 3.2.3 Rahastoyhtiön toimiala ja ulkopuolisten palvelujen käyttö, 3. kappale.

sijoitusrahastotoiminnan lain, sen perusteella annettujen viranomaismääräysten ja sijoitusrahaston sääntöjen mukaisuuden valvontaa<sup>68</sup>. Säilytysyhteisölle on edellä mainittujen tehtävien lisäksi säädetty myös tarkoin määrittelemätön oikeus harjoittaa säilytysyhteisötoimintaan olennaisesti liittyvää toimintaa toimiluvassa mainituin edellytyksin<sup>69</sup>. Rahaston varojen säilyttäminen erillään rahastoyhtiön varoista lisää sijoittajan suojaa. Sijoitusrahastoilla ei ole korvausrahastosuojaa, mutta varojen erottaminen toisistaan takaa sen, ettei rahastoyhtiön velasta voida ulosmitata rahaston varoja<sup>70</sup>. Euroopan komissio on tosin tehnyt ehdotuksen sijoittajien korvausjärjestelmiä koskevan Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin (97/9/EY) muuttamisesta ja sisällyttänyt tähän ehdotukseen sijoittajien korvausrahastosuojan ulottamisen myös sijoitusrahastotoimintaan.<sup>71</sup>

## **2.3 Rahasto-osuuden markkinoinnin normipohja**

### **2.3.1 Arvopaperimarkkinaoikeudellinen lainsäädäntö ja soveltamisalaongelmia**

Suomessa rahastoyhtiöt ovat yleisesti ulkoistaneet rahastojensa markkinoinnin ja rahasto-osuuksien välityksen pankeille tai muille sijoituspalveluyrityksille<sup>72</sup>. Rahasto-osuuksia voivat tarjota rahastoyhtiöiden, pankkien ja muiden sijoituspalveluyritysten lisäksi vakuutusyhtiöt ja vakuutusmeklarit sekä tietenkin ulkomaiset yhteissijoitusyritykset. Tapoja sijoittaa sijoitusrahastoon on suora sijoitus, sijoittaminen sijoituspalveluyrityksen välityksellä sijoitusrahastoon tai tekemällä sijoitussidonnaisen henkivakuutus, jossa osa varoista ohjataan sijoitusrahastoon. Erilaisia sijoitustapoja koskee myös erilainen sääntely.<sup>73</sup> Lisäksi on mahdollista sijoittaa näiden tapojen yhdistelmällä, jolloin sijoituspalveluyrityksen kautta tehdään sijoitussidonnainen henkivakuutus tai kapitalisaatiosopimus. Tällöin sijoituspalveluyritys voi markkinoida omia vakuutustuotteitaan toimien vakuutusyhtiönä tai sillä voi olla sopimuskumppaneina vakuutusyhtiöitä, joiden tuotteita sijoituspalveluyritys välittää.

Vähittäismarkkinoille suunnatut ja kehitetyt ns. paketoitunut sijoitustuotteet, joihin sijoitusrahastotkin kuuluvat, voivat olla rakenteeltaan hyvin kerrostuneita ja monimutkaisia. Edellä on mainittu, että

---

<sup>68</sup> SRL 2.1 § 4k.

<sup>69</sup> SRL 9.2 §.

<sup>70</sup> Fiva 8.10.2012 Sijoitusrahastot, 5. kappale.

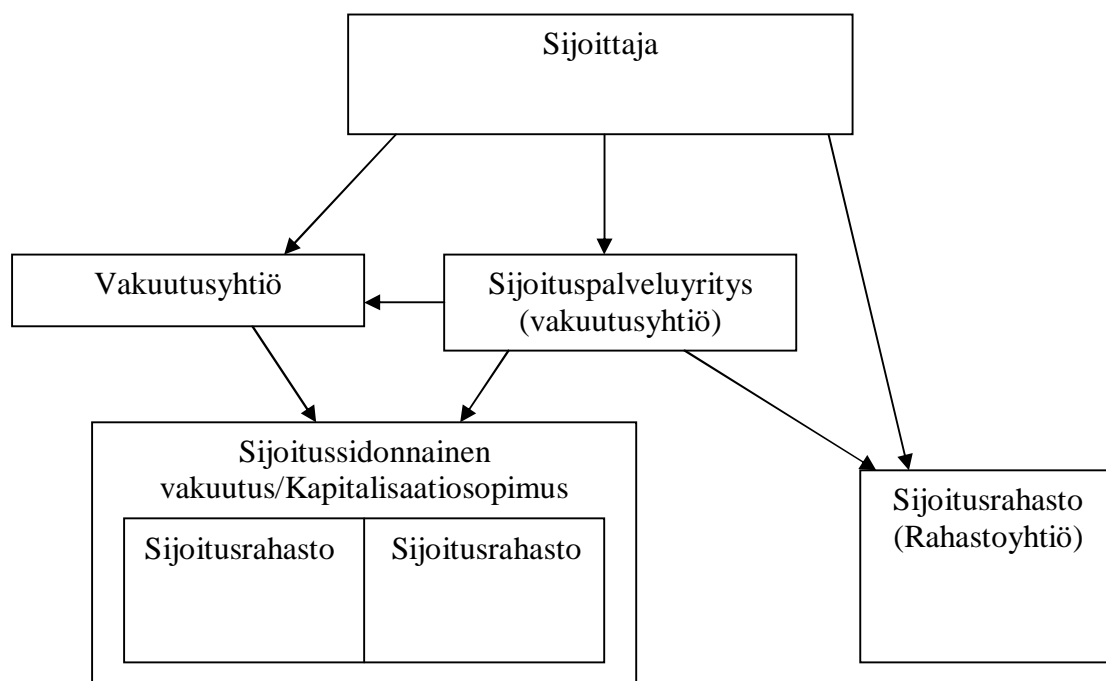
<sup>71</sup> Komissio ehdotti korvausrahastosuojan laajentamista sijoitusrahastodirektiivissä tarkoitettujen sijoitusrahastojen varoja säilyttävien säilytysyhteisöjen maksukyvyttömyystilanteisiin. Tähän laajennukseen liittyen sijoittajalla tarkoitettaisiin myös rahasto-osuuden omistajaa. Sijoituspalveluyritysten lisäksi myös kaikkien sijoitusrahastodirektiivissä tarkoitettujen rahastoyhtiöiden tulisi jatkossa liittyä korvausrahastojärjestelmän piiriin, ennen kuin ne saavat harjoittaa sijoitusrahastotoimintaa. KOM(2010)371, kappale 4.3.3.

<sup>72</sup> Wuolijoki 2009 s. 213.

<sup>73</sup> Ministeri Pekkarinen vastauksessaan kirjalliseen kysymykseen Eduskunnan puhemiehelle rahastosijoitusten markkinoinnin rehellisyydestä 502/2009 vp, s. 2-3.

sijoitusrahastoon voi sijoittaa myös muiden paketoitujen sijoitustuotteiden, kuten vakuutusyhtiöiden henkivakuutukseen sidotun sijoitustuotteen, kautta. Tällöin tietty osuus sijoituksesta kohdistetaan vakuutukseen ja loput esimerkiksi sijoitusrahastoihin. Kapitalisaatiosopimus on vakuutusyhtiöiden tarjoama hieman vastaava tuote ilman vakuutusominaisuutta. Sijoituksen sijoitusrahastoon voi siten tehdä erilaisia väyliä käyttäen tai erilaisiin sijoitusinstrumentteihin sijoittaen. Seuraavassa havainnollistetaan karkeasti ja esimerkinomaisesti tapoja ja väyliä sijoittaa sijoitusrahastoon.

Kuva 5  
Rahastosijoittamisen eri kanavat



Sijoitusrahaston markkinoinnin lainmukaisuusarvioinnissa törmätään tällaisissa erilaisissa tapauksissa kysymyksiin siitä, *kenen* kanssa sijoittaja asioi ja onko kyseinen *toiminta* SipaL:n mukainen sijoitusneuvontaa vai markkinointia. Voidaan myös pohtia sijoituspalveluyrityksen *markkinoinnin kohdetta*, eli onko markkinointi kohdistunut

- sijoitusrahastoon tai sen rahasto-osuuteen
- sijoitussidonnaiseen henkivakuutukseen
- sijoituspalveluun.

Esimerkiksi pankki voi markkinoida tarjoamaansa sijoitusneuvontaa, omaisuudenhoitopalvelujaan tai vakuutustoimintaansa. Pankit mainostavat myös sijoitusrahastosijoittamista yleisesti tai voivat

markkinoida jonkin tietyn, esimerkiksi uuden sijoitusrahaston, rahasto-osuuksia. Toisaalta voisi pohtia mikä on toiminnan suorittajan todellinen tarkoitus. Onko sijoitusneuvonnassa tarkoitus myydä mahdollisimman paljon vai onko kyseessä objektiivisten sijoitussuosittelujen antaminen? Talouselämä-lehden toimittaja Holtarin mielipide on, että osa sijoitusneuvonnan neuvoista on ”yksipuolista omien tuotteiden markkinointia”<sup>74</sup>.

Miten sitten sijoitusneuvontaan sisältyvään markkinointiin tulisi suhtautua? Sääntelyn sisältö muuttuu sen asetelman mukaan, jonka muotoilevat tuote tai palvelu, siihen liittyvä toiminta sekä sen tarjoajan status tilanteessa. Esimerkiksi vakuutusyhtiön markkinoidessa sijoittajalle sijoitusrahasto-osuuksia, voivat sovellettaviksi tulla esim. vakuutusyhtiölain 18.7.2008/521, AML:n tai SRL:n säännökset, koska tällöin markkinoitava hyödyke ei ole sijoitusrahasto eikä vakuutusyhtiö toimi tällöin vakuutusyhtiönä vaan arvopaperinvälittäjänä<sup>75</sup>. Lainsäädännön soveltamisen, tulkinnan ja tätä kautta myös markkinoinnin suorittajan toimintavarmuuden kannalta on hyvä erottaa näitä erilaisia toimintoja sekä tuotteita toisistaan. Toisaalta normien systematisointi on olennaista jonkinlaisten kannanottojen tekemiseksi.

Sijoitusrahastosijoittamisen tapahtuessa vakuutusyhtiön tarjoaman sijoitustuotteen kautta sijoittaja ei saa omistusoikeutta sijoituskohteisiin, joihin sijoitettavat varat allokoidaan. Vakuutusyhtiö omistaa sijoituskohteet, esimerkiksi rahasto-osuudet, ja vakuutuksenottajalla on ainoastaan oikeus vaihtaa niitä sopimuksen mahdollistamissa rajoissa<sup>76</sup>. Fiva sekä edeltäjänsä vakuutusvalvontavirasto ovat lausuneet, että sijoitussidonnaisten vakuutusten markkinointi on vakuutustuotteen markkinointia, jota säädellään vakuutuslainsäädännössä ja johon ei sovelleta sijoitusrahastolakia<sup>77</sup>. Myös tapauksissa, joissa ns. finanssitavaratalo tarjoaa sijoituspalveluja ja niiden yhteydessä markkinoi omia vakuutussidonnaisia sijoitustuotteitaan, sijoituspalveluyritys toimii henkivakuutusyhtiönä eikä toimintaa pidetä sijoituspalveluna vaan vakuutustoimintana<sup>78</sup>.

Tässä työssä on jätetty edellisen mukaisesti sijoitussidonnaiset vakuutustuotteet aiheen ulkopuolelle, mutta väistämättä on herännyt ajatuksia sen kaltaisesta tapauksesta, jossa sijoittajalle

---

<sup>74</sup> Holtari 2007.

<sup>75</sup> Hoppu 2004 s. 131.

<sup>76</sup> Fiva 2009 s. 10

<sup>77</sup> Vakuutusvalvontavirasto 2007, Fiva ohjeluonnos x/2012 s. 20.

<sup>78</sup> VakSopL 2 §, 4 a § ja vakuutuksenantajan vastuu puutteellisista ja virheellisistä tiedoista markkinoinnissa 9 §. KKO 2010:25 Vakuutusyhtiön antamat harhaanjohtavat tiedot eläkevakuutuksen markkinoinnissa. Eläkevakuutusta pidetään VakSopL 2.1 §:n mukaan henkivakuutuksena lakia sovellettaessa.

markkinoidaan sijoitusten uutta allokoointia ja esimerkiksi varojen sitomista tiettyyn sijoitusrahastoon vakuutuksen sisällä. Kohdistuuko markkinointi silloin vakuutukseen vai sijoitusrahaston rahasto-osuuksiin? Tällaisessa tilanteessa voisi tulla riittäväksi esimerkiksi rahaston riskitasosta kertominen. Asiakkaalle on vakuutusta tehtäessä selvitetty sijoittamiseen liittyvä markkinariski, jolloin kyseessä on vakuutustuotteen markkinointi ja tiedonantovelvollisuus. Onko kyseessä edelleen vakuutustuotteen markkinointi tai tiedonantovelvollisuus, jos esimerkiksi vuosien kuluttua suositellaan tiettyyn korkeamman riskin omaavaan sijoitusrahastoon sijoittamista? Sijoittaja voi olla jälkikäteen yhä tyytyväinen vakuutustuotteeseen, mutta katsoa, että uudesta sijoituskohteesta on annettu harhaanjohtavaa tietoa.

Käytännössä tällaisessa riitatilanteessa voitaisiin katsoa kuitenkin kyseessä olevan vakuutuksen antajan tiedonantovelvollisuus. KKO on lausunut ratkaisussaan 2011:5, että sijoitussidonnaista vakuutusta tarjottaessa vakuutuksenantajan tiedonantovelvollisuus ulottuu rahastojen riskiä ja tuotto-odotuksia kuvaaviin tietoihin. Tällöin voitaisiin katsoa tiedonantovelvollisuuden täyttyneen kun on kerrottu esimerkiksi osake- ja korkorahastojen eroista, ja sijoittajan itse kantavan markkinariskin, vaikkakin myöhemmin olisi suositeltu jotain tiettyä rahastoa.

SipaL:n mukainen sijoitusneuvonta on lain 1.11 § 5 kohdan mukaan *yksilöllisen* suosituksen antamista asiakkaalle *tiettyä* rahoitusvälinettä koskevaksi liiketoimeksi. Sijoitusneuvonta on katsottu tarpeelliseksi liittää osaksi luvanvaraista sijoituspalvelun tarjoamista ja näin edellyttää siltä tiettyjen menettelytapasäännösten noudattamista. Sipal ei koske SRL:n mukaisia sijoitusrahastoja eikä muita yhteissijoitusyrityksiä<sup>79</sup>, mutta esimerkiksi pankkien tai muiden sijoituspalvelujen tarjoajien tarjoamana sijoitusneuvontana sijoitusrahaston suositteluun ja siihen sijoittamiseen liittyvien toimintojen suorittamiseen Sipal:ia sovelletaan. Sijoitusneuvontaanhan liittyy erilaisten sijoitus-suositusten antaminen.

Käytännössä sijoituspalveluyritykset yleisesti suosittelevat edustamiaan sijoituskohteita, jotta sijoituksista aiheutuvia tuottoja virtaisi sijoituspalveluyrityksen kassaan. Näistä suositeltavista kohteista luodaan ns. ”osta, myy, pidä”-listoja ja suosituksia, joita voidaan esitellä asiakkaille. Tällaiset yleiset suositukset sijoitusrahastoista eivät ole luvanvaraista sijoitusneuvontaa, mutta niitä voidaan kylläkin pitää markkinointina. Näihin liittyvät yksilölliset suositukset taas voidaan katsoa luvan-

---

<sup>79</sup> Sipal 2.2 3k Tämä laki ei koske sijoitusrahastolaissa (48/1999) tarkoitettuja rahastoyhtiöitä ja säilytysyhteisöjä eikä muita yhteissijoitusyrityksiä, niiden säilytysyhteisöjä ja omaisuudenhoitajia, ellei 4 ja 6 §:stä muuta johdu.



varaiseksi sijoitusneuvonnaksi markkinoinnin sijaan.<sup>80</sup> Tällöin pankkitoimihenkilön suositus sijoitus-rahastoon sijoittamisesta voi tilanteesta riippuen olla joko sijoitusneuvontaa tai sijoitusrahaston markkinointia. Erona katsotaan olevan suosituksen yksilöllisyys tai rahoitusvälineen nimeäminen.

Suosituksen *yksilöllisyys* tarkoittaa sitä, että sijoitusneuvojan on ennen suosituksen antamista SipaL:n 4 luvun 3 §:n mukaan otettava selville riittävät tiedot asiakkaan taloudellisesta asemasta, kyseistä sijoituspalvelua tai rahoitusvälinettä koskevasta sijoituskokemuksesta ja -tietämyksestä sekä sijoitustavoitteista. Markkinointia taas on yleisluonteinen suositus, joka voidaan jakaa sellaiseen suuressa joukossa samantyyppisenä.

Tämän vuoden alussa tapahtunut arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistus toi selkeyttä hyvin hajanaiseen ja epäselvään lainsäädäntöön. Aikaisemmin oli esimerkiksi niin, että sijoituspalveluyritystä, kuten pankkia, koskivat MiFID-sääntelyyn perustuneet AML:iin ja Fivan standardeihin implementoidut velvoitteet kun yritys markkinoi sijoitusrahastoja<sup>81</sup>. MiFID-sääntely käsittää rahoitusvälineiden markkinoinnista annetun direktiivin (Markets in Financial Instruments Directive, 2004/39/EY) sekä siihen liittyvät asetukset<sup>82</sup>. Velvoitteiden sisältö kuitenkin muuttui oleellisesti niissä harvinaisemmissa tapauksissa kun sijoittaja asioi suoraan rahastoyhtiön kanssa. MiFID-sääntely ei, kuten ei SipaL:kaan, koske rahastoyhtiöitä, jolloin pääsääntöisesti myöskään AML:n 4 luvun ja Fivan standardin 2.2 normit eivät soveltuneet rahastoyhtiöön. Kuitenkin MiFID-sääntelyn piiriin kuuluvat rahastoyhtiöt, jotka harjoittavat SRL 5 §:n 2 momentin 1 ja 2 kohdissa tarkoitettua omaisuudenhoitoa tai sijoitusneuvontaa. Käytännössä siis melko marginaalinen osa rahastosuukien ja sijoitusrahastojen markkinoinnista sekä menettelyistä kuuluu MiFID-sääntelyn ulkopuolelle ja jäi siten soveltamisalan ulkopuolelle. Kuitenkin asia on ongelmallinen sijoittajansuojan ja kilpailuneutraliteetin kannalta, jos samantyyppisiä tuotteita koskee erilaiset normit<sup>83</sup>. Arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistus toi tilanteeseen selkeyttä ja jakoi vanhan AML:n useammiksi laeiksi, joihin EU-direktiivit on suoraan kohdennettavissa<sup>84</sup>. Edellä mainitut rahastoyhtiöihin soveltumattomat normit siirrettiin SipaL:iin ja AML:n soveltamisalaa selkeytettiin. Euroopan komissio on myös julkaissut luonnoksen perustaksi vähittäismarkkinoille tarkoitettujen paketoitujen

---

<sup>80</sup> Tässä kontekstissa APL katsoi osakekauppoihin liittyen, että pankin yleinen ostosuositus Nokian osakkeista ei ole luvanvaraista sijoitusneuvontaa, vaikka sijoittajakuvakartoitus oli tehty. Sijoitusasiantuntijan lausumana ”pidä vain rauhassa Nokiat” täyttäisi sen sijaan luvanvaraisen sijoitusneuvonnan määritelmän. APL 9/12.

<sup>81</sup> Wuolijoki 2009 s. 213.

<sup>82</sup> Vuonna 2014 tai 2015 odotetaan valmistuvaksi MiFID II-sääntelyuudistuksen, jonka tavoitteena on sijoittajansuojan ja markkinoiden läpinäkyvyyden lisääminen sekä sääntelyn selventäminen. KOM 2011(656) s. 1-2.

<sup>83</sup> Wuolijoki 2009 s. 234.

<sup>84</sup> HE 32/2012 vp. s. 1.

sijoitustuotteiden lainsäädännön yhtenäistämiseksi. Pyrkimyksenä on luoda yhtenäinen pohja pakollisille tiedoille ja myyntikäytännöille paketoitujen sijoitustuotteiden tarjoamisessa.<sup>85</sup>

SRL:ssa säädetään sijoitusrahasto-osuuksien markkinoinnista. Laki perustuu sijoitusrahasto-direktiiviin 2009/65/ EY (UCITS-direktiivi, Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities), jota on uudistettu useasti. Tällä hetkellä puhutaankin UCITS IV-direktiivistä, joka tuli voimaan vuoden 2011 heinäkuussa. Lisäksi soveltamisalaltaan yleinen lainsäädäntö koskee sekä rahastoyhtiötä että muuta sijoitusrahastoa tai rahasto-osuutta markkinoivaa tahoa tapauskohtaisesti.

Tutkielman koskiessa nimenomaisesti sijoitusrahastojen kuluttajamarkkinointia, tulevat myös kuluttajansuojalain 20.1.1978/380 (myöh. KSL) säädökset sovellettaviksi. KSL:n markkinointisäännöt koskevat kaikkea markkinointia *elinkeinonharjoittajalta kuluttajalle* toimialasta riippumatta. Merkittävää on KSL soveltamisen kannalta siten elinkeinonharjoittajan ja kuluttajan statukset. KSL:n taustalla vaikuttaa osittain myös direktiivi sopimattomista kaupallisista menettelyistä elinkeinonharjoittajan ja kuluttajan välillä 2005/29/EU (UCP-direktiivi), vaikkakin KSL sisälsi jo ennen direktiivin implementointia säännökset sopimattomasta ja harhaanjohtavasta markkinoinnista. UCP- direktiivi sisältää mm. ”mustan listan”, jossa on luettelo menettelyistä, jotka ovat sopimattomia kaikissa olosuhteissa. Kuluttajamarkkinointia koskevista määräyksistä voidaan nostaa esille myös valtioneuvoston asetukset kulutushyödykkeen hinnan ilmoittamisesta markkinoinnissa 30.12.1999 (hintamerkintäasetus) ja kuluttajien kannalta sopimattomasta menettelystä markkinoinnissa ja asiakassuhteissa 601/2008. Markkinoinnin mahdollista haitallisuutta toista elinkeinonharjoittajaa vastaan voidaan arvioida lain sopimattomasta menettelystä elinkeinotoiminnassa 22.12.1978/1061 (SopMenL) mukaan. SopMenL:n mukaisesti arvioidaan ainoastaan toiminnan moitittavuutta toisen elinkeinonharjoittajan kannalta, mutta arvioitava toiminta voi kuitenkin kohdistua kuluttajiin.

Sijoitusrahaston markkinointi on epäselvä käsite osittain johtuen sijoitustuotteiden monimutkaisuudesta sekä rahastosijoittamisen tarjoajien monimuotoisuudesta, sekä osittain käsitteen yleisluonteisuudesta johtuen. On kuitenkin katsottu, että sijoittajan suoja on olennaista, eivätkä erilaiset toiminnot välttämättä sulje pois markkinointinormien käyttämistä<sup>86</sup>. Vähittäismarkkinoille tarkoitettujen

---

<sup>85</sup> KOM (2009)204.

<sup>86</sup> Esim. ratkaisusuosituksessaan APL 425/09 arvopaperilautakunta katsoi, että sijoitusneuvonnan antamisen kiistanalaisuudella MiFID-sääntelyn voimaantulosäännösten vuoksi ei ollut merkitystä, koska tapausta voitiin arvioida myös AML:n markkinointisäännösten mukaan.

paketoitujen sijoitustuotteiden lainsäädännön tavoitteenahan on kaikilta osin sijoittajien luottamus ja suojaobjektina voidaan näiltä osin pitää sijoittajaa, oli hän sitten kuluttaja tai vakuutusyhtiön asiakas. Lainsäädäntö on pirstaleista ja hajanaista, mutta ei ole kuitenkaan tarkoituksenmukaista, että yksityissijoittajan suojan taso vaihtelee sijoitustuotteiden oikeudellisen aseman mukaisesti. Pirstaleista lainsäädäntöä onkin pyritty EU-tasolla yhtenäistämään ja markkinoiden läpinäkyvyyttä edistämään. Näin tavoitellaan sitä, ettei lainsäädännön katvealueita pystyittäisi hyväksikäyttämään ja säästöt allokoituisivat tasaisesti, jolloin kilpailu markkinoilla toisi myös etua piensijoittajille.<sup>87</sup> Hoppu toteaa sijoitustuotteiden markkinointia koskien, että monesti on makuasia mitä lakia sovelletaan. Lain tavoite ja suojaobjekti voivat kuitenkin vaihdella eri lakien kesken ja tällöin voidaan päätyä erilaiseen lopputulokseen. Olisikin parasta soveltaa erilaisissa sijoitustuotteiden markkinointitilanteissa johdonmukaisesti samaa markkinointisäännöstä silloin kun se on mahdollista.<sup>88</sup>

### 2.3.2 Rahasto-osuuden markkinointia koskevat säännökset

Sijoitusrahastodirektiivi on sijoitusrahastoja koskevaa EU:n lainsäädäntöä, jonka säännöksiä on harmonisoitu suomalaiseen SRL:iin. SRL:n markkinointia ja tiedonantovelvollisuutta koskeva normitus on keskitetty lain 13 lukuun ja sen lisäksi luvussa 20 käsitellään yhteissijoitusyritysten markkinointia Suomessa. Markkinoinnin ja tiedonantovelvollisuuden käsitteet ovat toisiaan täydentävät, toisaalta lomittaiset ja toisaalta erilliset käsitteet. Markkinointilainsäädännöllisen suoja-ajattelun tavoitteisiin liittyy, että markkinoinnin kohde saa riittävät tiedot markkinoitavasta hyödykkeestä. Tätä kutsutaan markkinointioikeudelliseksi tiedonantovelvoitteeksi.<sup>89</sup> Tiedonantovelvollisuuden tarkoitukseksi voidaan katsoa markkinointinormien *täydentämisen*, eli se täsmentää, mitä SRL:n markkinointioikeudellisella tiedonantovelvollisuudella tarkoitetaan<sup>90</sup>.

SRL:n 13 luku sisältää markkinointia koskevat yleiset säännökset sekä erityisiä säännöksiä tietyille rahastotyypeille. Lisäksi luvussa säädelään markkinointiin ja tiedonantovelvollisuuteen liittyvistä dokumenteista. Luvun 13 säännöksiä koskevat myös Suomessa markkinoivia yhteissijoitus-

---

<sup>87</sup> KOM 2009(204) s. 2 ja 4.

<sup>88</sup> Hoppu 2004 s. 131.

<sup>89</sup> Hoppu 2004 s. 135.

<sup>90</sup> Hoppu 2004 s. 137.

yrittäjiä, mikäli nämä markkinoivat muille kuin ammattimaisille sijoittajille. Tällöin niiden osuuksia pidetään AML:n mukaisina arvopapereina.<sup>91</sup>

AML on arvopaperimarkkinoita koskeva yleislaki. Uuden AML:n 2 luvun 1 pykälän kohdassa 4 määritellään myös sijoitusrahaston rahasto-osuus arvopaperiksi, joten AML:n normeja siis sovelletaan myös rahasto-osuuksien markkinointiin.

AML sisältää markkinoinnin kannalta kaksi merkittävää pykälää. 1 luvun 2 pykälässä on arvopaperimarkkinoilla noudatettavaa menettelyä koskeva yleislauseke. Sen mukaan arvopaperimarkkinoilla ei saa menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti. Markkinoinnin kannalta pykälästä tekee mielenkiintoisen se, että AML:n uudistuksessa yleislausekkeessa korvattiin sana *markkinointi* sanalla *menettely*. Muutoksella korostettiin, että kaikkien markkinoilla toimivien tulee menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaisesti ja laajennettiin kiellon sisältämiä arvopapereita tarjoavan toimia. Markkinoinnin käsite on Suomen lainsäädännössä laaja ja kaikkiin tarjoajan toimiin voi sisältyä markkinointia, joten ei haluttu jättää mitään toimia soveltamisalan ulkopuolelle.<sup>92</sup>

AML 1 luvun 3 pykälässä on kieltä antaa totuudenvastaisia ja harhaanjohtavia tietoja arvopapereiden markkinoinnissa ja vaihdannassa. Vastaava kieltä löytyy SRL:n 89 §:n toisesta momentista sekä mm. KSL:n 2 luvun 6 pykälästä. KSL on kuluttajan ja elinkeinonharjoittajan välisiä suhteita koskeva laki. Rahasto-osuuksia markkinoitaessa tavallisille yksityissijoittajille voidaan puhua ns. kuluttaja-sijoittajista. Tällöin myös KSL:n säännöt tulevat sovellettaviksi.

KSL sisältää sääntöjä markkinoinnista, sopimusehdoista, kuluttajakaupasta sekä myös etä- ja kotimyyntiä koskevaa sääntelyä. Lain 2 luvun 1 pykälä sisältää markkinoinnin yleislausekkeen, joka kieltää hyvän tavan vastaisen tai muutoin sopimattoman menettelyn markkinoinnissa. Luvussa 2 on myös muut markkinointia koskevat säännöt.

Kun markkinoijan menettely loukkaa toista elinkeinonharjoittajaa, sovelletaan aiemmin mainitun mukaisesti SopMenL:ia. Sen 1 § on yleisluonteinen säännös hyvän tavan vastaisesta sekä toisen

---

<sup>91</sup> AML 2:1 4 k ja SRL 1.1 § ja yhteissijoitusyrityksen markkinoinnista Suomessa SRL 128-129 §. Kappaleessa 4.2.1 Lainmukaisuusarviointi ja keskivertokuluttaja esitellään SipaL:n mukainen jako ammattimaisiin ja ei-ammattimaisiin sijoittajiin.

<sup>92</sup> HE 32/2012 vp. s. 95.

elinkeinonharjoittajan kannalta sopimattomasta menettelystä sekä siitä, että markkinoinnista on ilmentävä sen kaupallinen tarkoitus ja markkinoija. Laissa on myös erityiset säännökset vertailevasta markkinoinnista sekä markkinointiin liittyvistä erityisistä eduista<sup>93</sup>.

### 2.3.3 Viranomaisvalvonta ja itsesääntely

Viranomaisvalvonnan ja itsesääntelyn runsas läsnäolo on tyypillistä sekä arvopaperimarkkina- että markkinointioikeudelle. Viranomaiset antavat suosituksia, ohjeita sekä valvovat yrityksiä. Itsesääntely on taas joustavampi, nopeampi ja joskus jopa tehokkaampi tapa vaikuttaa alalla toimivien toimintaan. Tehokkuus perustuu ajatukseen, että itsesääntelyn taustalla vaikuttava järjestö saattaa olla yritykselle jopa merkityksellisempi kuin lainsäätävä tai valvova viranomainen. Tällöin yrityksen intressissä on toimia järjestön sääntöjen mukaisesti. Toisaalta kuitenkin itsesääntelyllä on juridinen perusta eli itsesääntelyllä tavallaan ”kierrätetään” lainsäädännön normit alan järjestöjen kautta.<sup>94</sup> Tämän on työn kannalta relevanttia ovat viranomaisten sekä itsesääntelyn antamien ohjeiden tulkintasuositukset. Valvonta jää vähälle huomiolle, koska työssä ei käsitellä myöskään sopimattomasta markkinoinnista aiheutuneita seuraamuksia.

Fiva on finanssimarkkinoiden toimintaa valvova viranomainen. Fivan tehtävä on valvonnan lisäksi edistää hyvien menettelytapojen noudattamista markkinoilla ja yleisön tietämystä finanssimarkkinoista.<sup>95</sup> Fiva antaa markkinoilla toimiville mm. menettelytapoja koskevia määräyksiä, ohjeita ja standardeja ja on antanut ohjeita myös markkinointiin liittyen. Fiva on uudistamassa ohje- ja määräyskokoelmaansa, jota ei ole finanssipalvelujen ja –tuotteiden markkinoinnin osalta vielä hyväksytty, joten tällä hetkellä voimassa ovat vielä Fivaa edeltävän Rahoitustarkastuksen antamat ohjeet<sup>96</sup>. Finanssipalvelujen ja –tuotteiden markkinointia koskevien ohjeiden uusi luonnos on kuitenkin jo valmis.

Kilpailu- ja kuluttajavirasto (KKV) valvoo kuluttajan oikeudellista ja taloudellista asemaa sekä kilpailua markkinoilla. Virastossa toimii myös kuluttaja-asiamies (KA).<sup>97</sup> KA:lla on kuluttaja-asioissa tarkastusoikeus ja neuvotteluvollisuus sekä lain mukainen oikeus kieltää lainvastainen menettely. Asian koskiessa arvopaperin markkinointia tai Fivan valvottavaa, on KA:n konsultoitava Fivaa.

---

<sup>93</sup> SopMenL 2 a § ja 3§.

<sup>94</sup> Itsesääntelystä Väntsi 29.4.2013.

<sup>95</sup> Laki finanssivalvonnasta 19.12.2008/878 3 §.

<sup>96</sup> Fiva standardi 2.2 Rahoituspalvelujen ja –tuotteiden markkinoinnista.

<sup>97</sup> Laki kuluttaja- ja kilpailuvirastosta 661/2012 1 §.

KA:lla on erityislaatuinen toimivalta, nimittäin ainoastaan KA voi tällä hetkellä panna ryhmäkanteen vireille.<sup>98</sup> Kuluttajariitalautakunta (KRIL) on kuluttajariita-asioita käsittelevä oikeussuojaelin. Lautakunta antaa ratkaisusuosituksia riita-asioihin, joihin ei ole saatu ratkaisua KKV:n kuluttajaneuvonnan avustuksella.<sup>99</sup> KKV, FIVA ja Finanssialan keskusliitto ry ovat yhdessä muodostaneet itsesääntelyelimen FINE, jonka toiminta-alana on rahoitus- ja vakuutusneuvonta. FINEn lautakuntia ovat vakuutus-, pankki ja arvopaperilautakunta (APL) ja ne antavat ratkaisusuosituksia kirjallisen hakemuksen perusteella. APL käsittelee SipaL:ssa ja SRL:ssa tarkoitettuihin sijoitus- ja sijoitusrahastopalveluihin liittyviä palveluntarjoajan ja ei-ammattimaisen asiakkaan välisiä asioita. Ratkaisusuositukset koskevat mm. lain ja sopimusehtojen soveltamista sekä hyvää arvopaperimarkkinatapaa.

Markkinointioikeuteen ja arvopaperimarkkinoihin liittyy tyypillisesti itsesääntelynormistojen ja -elinten suuri määrä sekä paikoitellen niiden vahva asema. Arvopaperimarkkinoiden itsesääntelyelimiä ovat mm. Arvopaperimarkkinayhdistys, joka antaa lausuntoja koskien myös hyvää arvopaperimarkkinatapaa sekä Finanssialan keskusliitto (FK), joka on finanssialan yritysten toimialajärjestö. Entinen Suomen sijoitusrahastoyhdistys ry liittyi FK:oon vuonna 2009. Pörssisäätiö on yhteisö, jonka tavoitteena on arvopaperimarkkinoiden toiminnan edistäminen ja sijoittamisen turvaaminen sekä suurelle yleisölle että yrityksille.

Markkinointioikeudellisesti itsesääntelyn keskeisimmät normistot ovat varmastikin Kansainvälisen kauppakamarin ICC:n Markkinointisäännöt, Mainonnan kansainväliset perussäännöt. Nämä ohjeet on tarkoitettu täydentämään kansallisia ja kansainvälisiä säännöksiä ja mm. markkinaoikeus ja KA sekä Kuluttajavirasto ovat ottaneet ne huomioon ratkaisutoiminnassaan.<sup>100</sup> Mainonnan eettinen neuvosto on Keskuskauppakamarin toimielin, joka antaa kuluttajien, elinkeinonharjoittajien, järjestöjen ja virkamiesten pyynnöstä lausuntoja. Lausunnot perustuvat ICC:n markkinointisääntöihin sekä neuvoston omiin hyvää markkinointitapaa koskeviin periaatteisiin.<sup>101</sup>

---

<sup>98</sup> Laki kuluttaja- ja kilpailuvirastosta 8-11 ja 15 § sekä Ryhmäkannelaki 13.4.2007/444 4 §.

<sup>99</sup> Laki kuluttajariitalautakunnasta 12.1.2007/8 1 ja 2 §.

<sup>100</sup> Koivumäki-Häkkänen 2011 s. 18.

<sup>101</sup> Keskuskauppakamarin esite Mainonnan eettisestä neuvostosta s. 2-3.

### 3 MITÄ ON MARKKINOINTI?

#### 3.1 Markkinoinnin määritelmän monimuotoisuus

##### 3.1.1 Markkinointi-käsitteen määrittelemisen ongelmat

Nykyisessä markkinakeskeisessä yhteiskunnassa tavaroiden ja palvelujen tarjonta on niin massiivista ja työnjako niin erikoistunutta, että markkinointia tarvitaan, jotta kysyntä ja tarjonta voisivat kohdata toisensa. Aikaisemmin maanviljelijä pystyi myymään perunansa torilla ilman markkinointia, koska kaikki asiakkaat tunnistivat tarpeensa ja tiesivät mistä löytävät avun tämän tarpeen täyttämiseen. Yhdellä myyjällä saattoi olla toisia paremmat perunat, mutta tämäkin tieto kulki suusta suuhun –menetelmällä ilman myyjän erityisiä markkinointikeinoja. Toki myös huonompia perunoita myyvä sai perunansa myytyä vähäisen tarjonnan ansiosta. Pieni kysyntä, pienet tarpeet ja pienet markkinat varmistivat tavarankierron. Nykyään tarjontaa ja kilpailua on paljon eivätkä asiakkaat edes välttämättä tiedä kaiken tarjonnan olemassaolosta. Markkinointi on yrityksille keino pärjätä ja saada tarjoomansa kaupaksi.

Markkinoinnin määritelmä on epäselvä. Voisi jopa sanoa, että määritelmä on elävä. Se on muuttunut ja kehittynyt ajan, arvostusten ja tieteellisen tutkimuksen muuttuessa sekä liiketaloudessa että oikeustieteessä. Yhteiskunnan kehitys, yritysten uudet toiminnot ja mainostoimistojen opportunistiset innovaatiot avaavat myös osaltaan markkinointiajattelua jatkuvasti laajempaan suuntaan. Nykyään liiketaloudessa puhutaankin järjestelmäperusteisesta markkinoinnista, jolloin markkinointi nähdään koko toimintaa ohjaavana ajattelutapana erillisten markkinointitoimintojen sijasta<sup>102</sup>. Markkinointioikeudellisessa lainsäädännössä on pitäyditty väljästi kirjoitettujen yleislausekkeiden maailmassa, joiden tulkinta voi muuttua liiketoimintaympäristön ja yhteiskunnallisten arvostusten muuttuessa. Tulkinta on joiltakin osin elänyt markkinointiajattelun kehityksen mukana, mutta markkinaoikeus on kuitenkin ratkaisukäytännöllään luonut varsin vakiintuneet suuntaviivat yleislausekkeiden soveltamiselle.<sup>103</sup>

Tämän luvun tavoitteena on tutkia markkinointilainsäädännössä esiintyvän termin ”markkinointi” tulkintaa. Kysymyksenä on mitä on markkinointi (toimintona) eli mikä on markkinointilausekkeen

---

<sup>102</sup> Mm. Rope 2005 s.18-25.

<sup>103</sup> Hoppu 2004 s. 105. Yleislausekkeiden haittapuolina voidaan katsoa koskevan lain soveltamiskäytännön huonoa ennustettavuutta.

normisisältö toiminnan osalta. Markkinoinnin määritelmällähän on merkitystä kun ajatellaan markkinointilainsäädännön soveltamisalaa. Markkinoijan tulee tietää mihin hänen toimintoihinsa sovelletaan markkinointilainsäädäntöä ja ratkaisutoiminnassa tulee tapauksittain pohdittavaksi kysymys onko kyseinen toiminta kuulunut markkinoinnin alaan<sup>104</sup>.

Koska markkinointilainsäädännössä on tuotu esille termi *kaupallinen* (tarkoitus, menettely)<sup>105</sup>, on relevanttia ottaa tässä pohdiskelussa esille myös markkinoinnin liiketaloudellinen määritelmä. Oikeustieteen ja liiketaloustieteen tavoite määritelmien käyttötarkoituksen suhteen on erilainen ja siksi määritelmät eroavat toisistaan. Lain tulkinnan tulee kuitenkin elää reaali maailman mukana, joten yritystoiminnan kehityksellä on merkitystä myös markkinaoikeudessa käytettävälle markkinoinnin määritelmälle.<sup>106</sup> Asiaan liittyen voidaan myös nostaa esille oikeudellisen ratkaisutoiminnan ja lainopilliseen tutkimukseen liittyvän pohdiskelun ero reaalisten argumenttien käytössä, jota esitettiin jo esityksen johdanto-osiossa. Tässä esiintyvä pohdinta saattaa siis sisältää vapaampaa liiketaloudellisten määritelmien hyväksikäyttöä kuin konkreettinen tuomioistuintoiminta ja poiketa näin enemmän perinteisestä oikeuslähdeopista<sup>107</sup>. Tämä sen vuoksi, että saataisiin mahdollisia uusia näkökulmia tämän päivän kaupallisen toiminnan kannalta jo vakiintuneeseen soveltamiskäytäntöön.

### 3.1.2 Markkinoinnin käsitteen esiintyminen sääntelyssä

KSL:ssa on lain soveltamisalaan liittyen säädetty, että

Tämä laki koskee kulutushyödykkeiden tarjontaa, myyntiä ja muuta *markkinointia* elinkeinonharjoittajilta kuluttajille. Lakia sovelletaan myös, kun elinkeinonharjoittaja välittää hyödykkeitä kuluttajille. (KSL 1:1.1§)

KSL:n 2 luku koskee markkinointia ja siinä käytetään johdonmukaisesti termiä ”*markkinointi*”, vaikka markkinointisäännösten taustalla olevassa UCP-direktiivissä käytetään ilmaisua ”*sopimaton kaupallinen menettely*”. Taustalla on ajatus siitä, että markkinointi on Suomen oikeusjärjestelmässä

---

<sup>104</sup> Myös Koivumäki-Häkkänen 2011 s.13.

<sup>105</sup> Esim. KSL 2:4 § markkinoinnin tunnistettavuudesta ja direktiivi sopimattomista kaupallisista menettelyistä (2005/29/EY).

<sup>106</sup> Hoppu 2004 s. 93.

<sup>107</sup> Määttä 2002 s. 138 ”*tuomioistuimet ovat sidottuja oikeuslähdeoppiin*” ja Timonen kirjassa näkökulmia oikeustaloustieteeseen



vakiintunut käsite ja nämä kaksi käsitettä kuitenkin vastaavat asiallisesti toisiaan<sup>108</sup>. Direktiivissä (2006/114/EY) harhaanjohtavasta ja vertailevasta mainonnasta taas käytetään termiä ”*mainonta*”, joka rinnastetaan sopimattomaan kaupalliseen menettelyyn.

Valtioneuvoston asetus kuluttajien kannalta sopimattomasta menettelystä *markkinoinnissa* ja asiakassuhteissa (601/2008) perustuu samaan direktiiviin kuin KSL. Asetus sisältää listat harhaanjohtavista ja aggressiivisista menettelyistä, joita pidetään sopimattomina. Hintamerkintäasetuksessa taas säännellään hinnan ilmoittamisesta *markkinoinnissa*.

Myös SRL:ssa ja AML:ssa, kuten useissa muissakin erityislaeissa, käytetään termiä ”*markkinointi*”. SRL:n soveltamisalaa koskien jo tulee kyseinen termi esille ja AML:ssa on erityinen markkinointia koskeva normi.

Tätä lakia sovelletaan rahastoyhtiön ja säilytisyhteisön harjoittamaan toimintaan sekä yhteissijoitusyrityksen ja muun kuin sijoitusrahastodirektiivin mukaisen yhteissijoitusyrityksen osuuksien *markkinoimiseen* yleisölle. (SRL 1.1 §)

Arvopaperien ja muiden rahoitusvälineiden *markkinoinnissa* ja vaihdannassa, joka tapahtuu elinkeinotoiminnassa, sekä täytettäessä tämän lain mukaista tiedonantovelvollisuutta ei saa antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja. (AML 3.1 §)

Lainsäädännössä on edellisestä huomaten siis säännönmukaisesti käytetty termejä *mainonta* ja *markkinointi*. Myös markkinoinnin viranomaisohjaus ja itsesääntelyelimet toteuttavat samaa käytäntöä. Fiva on antanut erityisen rahoituspalvelujen ja rahoitusvälineiden *markkinointia* koskevan ohjeen.<sup>109</sup> Kansainvälinen kauppakamari ICC on luonut kansainväliset *markkinoinnin* perussäännöt täydentämään voimassaolevia säännöksiä. APL, kuluttajavirasto, KA ja MAO ovat ottaneet nämä ohjeet ja säännöt huomioon ratkaisutoiminnassaan. Ratkaisutoiminnallaan ne ovat luoneet tulkintalinjauksia myös markkinoinnin käsitteen sisältöön.

---

<sup>108</sup> Koivumäki – Häkkänen 2011 s. 13.

<sup>109</sup> Fiva standardi 2.2.

### 3.1.3 Markkinoinnin määritelmä liiketaloudessa

Yrityksen tehtävä on tuottaa voittoa omistajilleen, mikä edellyttää, että yrityksellä on tarjota asiakkaille jotain sellaista mitä tämä haluaa. Tällä tarjoomalla (offering) on oltava jokin erityislaatuinen ominaisuus kysynnän herättämiseksi, mutta sen lisäksi yrityksen on tuotava tarjooma ja sen ominaisuudet asiakkaan tietoisuuteen ja saataville. Nykykäsityksen mukaan markkinointi ei ole pelkästään yksi yrityksen toiminto, jota käytetään hyödykkeen esiintuomiseen asiakkaille, vaan kokonaisvaltainen toimintatapa yrityksessä. Ajatellaan, että markkinointi on sekä strategia että taktiikka. Asiakkuuslähtöinen markkinointiajattelu ohjaa yrityksen liiketoiminnan päätöksiä ja ratkaisuja.<sup>110</sup> The American Marketing Association (AMA) tarjoaa seuraavanlaisen määritelmän markkinoinnille

Marketing is the activity, set of institutions, and processes for creating, communicating, delivering, and exchanging offerings that have value for customers, clients, partners, and society at large. (AMA: Definition of Marketing. 2007. Marketing.).

Vapaasti käännettynä markkinointi on siis kaikki toiminnallisuus, vakiintuneiden toimintatapojen joukko ja prosessit sellaisten tarjoomien luomiseen, niistä kertomiseen, jakeluun ja vaihtamiseen, joilla on kokonaisuutena arvoa asiakkaille, yhteistyökumppaneille ja yhteiskunnalle. Lyhyt määritelmä markkinoinnista kuuluu, että markkinointi on tarpeiden kohtaamista tuottavasti<sup>111</sup>.

Markkinoinnista ei siis ole liiketaloudessakaan olemassa yhtä oikeaa määritelmää, vaan käsitteen sisältö elää ajan ja arvostusten myötä. Markkinoinnin käsitteen ”oikeus” perustuu yleisesti hyväksyttyyn argumentointiin, joka sisältää kulloiseenkin yhteiskunnan ja markkinoiden tilaan sopivat teesit. Markkinoinnin käsitteen määrittelyssä on kuitenkin ajan myötä ollut selkeä suunta laajenevaan kattavuuteen. Onko kyse siitä, että koska tietty instituutio (yritys tai järjestö tms.) on olemassa tiettyä tarkoitusta varten johon kaikki sen toiminta tähtää, on oletettavissa, että myös kaikki sen toiminta on markkinointia? Yrityksellä tämä tarkoitus on tuottaa voittoa omistajilleen, eli sen tarkoitus on *kaupallinen*, jolloin voisi ajatella, että sen koko olemassaolo on markkinointia. Muutkin yhteisöt voivat toki harjoittaa markkinointia muussa kuin kaupallisessa tarkoituksessa, mutta tällöinkin tähdätään johonkin tiettyyn päämäärään, jolloin toiminnalla pyritään saamaan sidosryhmien

---

<sup>110</sup> Bergström-Leppänen 2009 s. 20.

<sup>111</sup> *Marketing is meeting needs profitable*. Kottler-Keller 2006 s. 5.

käytös haluttuun suuntaan päämäärän saavuttamiseksi. Voidaan siis ajatella, että kaikki toiminta on markkinointia, jonka pyrkimys on ohjata sidosryhmien toimintaa toivottuun, markkinoijalle edulliseen suuntaan.

Markkinoinnin määritelmää voi lähestyä myös pohtien sen perustehtäviä. Markkinoinnin tehtävinä katsotaan olevan kysynnän luominen ja aikaansaaminen, kysynnän tyydyttäminen ja asiakassuhteiden ylläpitäminen ja kehittäminen. Markkinoinnin katsotaan olevan prosessimaista toimintaa, joka on tapahtumaketju sisältäen näiden tehtävien suorittamiseen tähtääviä toimintoja. Toiminnot ovat kokonaisuus keinoja joilla erotutaan kilpailijoista markkinoilla. Näitä kilpailukeinoja ovat tuote tai palvelu, hinta, myyntipaikka tai saatavuus, ja markkinointiviestintä<sup>112</sup>.

#### 3.1.4 Markkinoinnin määritelmä lainsäädännössä

Markkinoinnin käsitettä on vaikeaa määritellä ja lainsäädännössä on myös tarkoituksella jätetty lain tulkinnalle varaa elää ajan mukana. Markkinoinnille terminä ei ole olemassa virallista ja tyhjentävää legaalimääritelmää. Liiketaloudellisen määritelmän käyttö sellaisenaan ei ole perusteltua, vaan markkinointioikeuden ja liiketalouden erilaiset tavoitteet määritelmän käyttötarkoituksen suhteen puoltavat määritelmien vähäistä suhdetta. Liiketaloudellisen määritelmän tarkoitus on taloustieteellinen systematisointi ja juridinen markkinoinnin määritelmä on käytössä kun tarkastellaan säännösten soveltamisaloja.<sup>113</sup>

Lakien esitöissä on otettu kantaa markkinoinnin määritelmään. KSL:n esitöissä on esitetty, että

Markkinointiin luetaan esimerkiksi mainonta, kuluttajiin välittömästi tai välillisesti kohdistuvat muut myynninedistämistoimenpiteet sekä hyödykkeiden tai myyntitapahtuman yhteydessä annettavat tiedot hyödykkeistä. Markkinointi käsittää myös sekä tarjonnan että myynnin. Markkinoinnissa on lähinnä kyse tiedottamisesta kuluttajille.<sup>114</sup>

Vuoden 2008 markkinointisäännöksiä uudistettaessa hallituksen esityksessä sanottiin:

---

<sup>112</sup> Marketing mix, the four P's: product, price, place, promotion.

<sup>113</sup> Hoppu 2004 s. 92.

<sup>114</sup> HE 8/1977 vp. s. 14.

Kuten nykyisinkin, markkinoinnin käsite on laaja. Sillä tarkoitetaan kaupallista viestintää, kuten mainontaa, tavarankäytössä tai käyttöohjeissa taikka kaupanteon yhteydessä muuten annettuja tietoja sekä erilaisia myynninedistämiskeinoja, kuten alennuksia, lisäetuja ja markkinointiarpajaisia. Markkinoinnilla voidaan edistää paitsi tietyn kulutushyödykkeen myyntiä myös elinkeinonharjoittajan imagoa yleisemmin.<sup>115</sup>

UCP-direktiivissä ei ole määritelty termiä markkinointi, vaikka tekstissä on mainittu, että mainonta ja markkinointi ovat tällaista kyseessä olevaa kaupallista menettelyä. Direktiivissä harhaanjohtavasta ja vertailevasta mainonnasta on 2 artiklan a-kohdassa määritelty, että

”Mainonnalla” tarkoitetaan missä tahansa muodossa olevaa tietoa tai esitystä, joka annetaan elinkeinon, liiketoiminnan, käsityön tai ammatin harjoittamisen yhteydessä tavaroitten tai palvelujen, mukaan lukien kiinteä omaisuus, oikeudet ja velvollisuudet, *menekin edistämiseksi*.

ICC:n kansainvälisissä markkinointisäännöissä taas määritellään sääntöjen soveltamisalaksi, että sääntöjä sovelletaan kaikkeen mainontaan ja muuhun markkinointiviestintään, jonka tarkoituksena on tavarankäytön tai palvelun myynninedistäminen. Sääntöjä sovelletaan myös mielikuvamainontaan.<sup>116</sup> Taustalla on siis oletus markkinoinnin *tarkoituksesta*, jolloin olennaista ei ole tietty tekeminen vaan se syy miksi tätä tiettyä toimintaa tehdään, siis menettelyn tarkoitus. Säännöissä todetaan myös, että jokaisen markkinoinnin alalla toimivan, kuten mainostajan, myyjän, mainostoimiston ja markkinointivälineen, on otettava huomioon sääntöjen sisältämät eettiset periaatteet. Markkinointi on määritelty ohjeissa seuraavanlaisesti:

Markkinointi tarkoittaa mainontaa ja muuta markkinointia, kuten *myynninedistäminen*, sponsorointi ja suoramarkkinointi. Käsitettä tulee tulkita laajasti. Se tarkoittaa kaikkea viestintää, joita markkinoija itse tai joku hänen lukuunsa harjoittaa ja joiden ensisijaisena tarkoituksena on tuotteen myynninedistäminen tai kuluttajien käyttäytymiseen vaikuttaminen mainitussa tarkoituksessa;

---

<sup>115</sup> HE 32/2008 vp. s. 19.

<sup>116</sup> ICC:n kansainväliset markkinointisäännöt s. 6.

Mainonta tai mainos tarkoittaa mitä tahansa markkinointiviestintää mediassa, tavallisesti maksua tai muuta vastiketta vastaan;

Fivan standardissa 2.2 rahoituspalvelujen ja rahoitusvälineiden markkinoinnista luvun 2 kohdassa 2 on esitetty, että standardilla ohjeistetaan kaikkea toimintaa, jonka tarkoituksena on *edistää* rahoituspalvelujen tai -välineiden *myyntiä* (markkinointi). Kannanotossa 3/2011 non-UCITS -rahastojen osuuksien markkinoinnista Suomessa on esitetty markkinoinnin määritelmä, jonka mukaan markkinointia on osuuksien *kaikenlainen myynnin edistäminen*. Fivan näkemyksissä lähtökohtana on siis ICC:n tavoin menettelyn tarkoitus (myynnin edistäminen). Kannanotossa 3/2011 on vielä tarkennukseksi lisätty esimerkkejä markkinointina pidettävistä toiminnoista sekä markkinointikanavista. Markkinointia on esimerkiksi mainostaminen joukkotiedotusvälineissä, suoramarkkinointi, erilaiset sijoitustilaisuuDET, mainosmateriaalin jakaminen ja suullisen informaation antaminen. Suoramarkkinoinnin viestintäkanavina mainitaan puhelin, faksi, posti ja internet. Kannanotossa on erikseen mainittu, että sijoitusrahastojen osalta ei eroteta markkinointia ja tarjoamista erillisiksi käsitteiksi, vaan jo markkinointitoimenpiteiden aloittaminen edellyttää markkinointiluvan hakemista. Poiketen monista muista määritelmistä, Fivan kannanotossa on myös lista toiminnoista, joissa markkinoinnin tunnusmerkit *eivät* täyty.

- täyden valtakirjan omaisuudenhoitajan tekemä osuuksien merkitseminen
- asiakkaan aloitteen perusteella tehty merkintä
- suomalaisen sijoittajan internetistä löytämän kotisivun kautta tekemät merkinnät. Olennaista siis sijoittajan oma aktiivisuus.<sup>117</sup>

Myös SRL:ssa on johdonmukaisesti käytetty termiä markkinointi. Lain 89 §:ssä on vielä erikseen nostettu esille, että markkinoinnista on käytävä esille sen *kaupallinen tarkoitus*. Markkinointia on säännelty myös muissa erityisissä tiettyjä tuotteita tai palveluja koskevissa sääntelyissä, eikä markkinoinnin määritelmä ole lainsäädännössä kuten liiketaloudessakaan yhtenäinen. Yhteisiä piirteitä toki sisällölle on annettu, mutta voisi kuitenkin ajatella, että lainsäädännössä on haluttu jättää tilaa tulkinnalle. Yhteiskunnan ajankuva ja markkinoitavan tuotteen tai palvelun ominaisuudet vaikuttasivat siten tarvittaessa tulkintaan.

---

<sup>117</sup> Fiva kannanotto 3/2011 luku 4.

### 3.2 Mitä on markkinointi? Suuntaviivoja tulkintapohdiskeluun.

Markkinoinnin käsitteet lainsäädännössä ja liiketaloudessa eroavat toisistaan laajuuden suhteen. Liiketalouden määritelmä on hyvin kattava ja sisältää yrityksen koko toiminnan. Lainsäädännössä on perinteisesti puhuttu *viestinnästä*, joten voisi tulkita, että lainsäädännössä markkinoinnin määritelmä sisältyy perinteisesti markkinoinnin kilpailukeinoja (marketing mix) ajatellessa markkinointiviestinnän (promotion) alaan<sup>118</sup>. Tämä on loogista, jos ajatellaan markkinointilainsäädännön tarkoitusta eli oikeussubjektin toiminnan ohjaamista tiettyyn toivottuun suuntaan. Markkinointisäännöillä pyritään suojaamaan toista osapuolta siten, että ohjastetaan markkinoijaa toimimaan tietyllä, oikealla tavalla. Markkinointiviestinnän voidaan Ropen mukaan sanoa olevan markkinoinnin operatiivisen tekemisen ydin<sup>119</sup>, jolloin voidaan ymmärtää, että lainsäädäntö ohjaa nimenomaisesti markkinoijan viestintää eli tekemistä. Markkinointiviestinnän keinoina on perinteisesti pidetty mainontaa, henkilökohtaista myyntityötä, menekinedistämistä sekä suhde- ja tiedotustoimintaa<sup>120</sup>. Tästä nk. viestintämixistä voisi olla apua markkinoinnin käsitteen tulkitsemisessa.

Oikeustieteen markkinoinnin käsitettä ei kuitenkaan voida rajoittaa liiketaloudellisten määritelmien perusteella, kuten aikaisemmin on tullut esille. Lainsäädännön mukaan markkinointi-käsitettä tulee tulkita laajasti. Edellisen osan lainsäädäntöä koskevissa määritelmissä tuli esiin, että markkinointia (tai mainontaa) on *mikä tahansa* ja *missä tahansa* muodossa oleva markkinointiviestintä. Kuluttajansuojalain esitöissä oli suoraan mainittu, että määritelmä on *laaja*. Lähtökohtaisesti voidaan siis ajatella, että markkinointia on kaikki yrityksen toiminta, jossa

- viestitetään asiakkaalle (tai muulle sidosryhmälle)
- millä tahansa medially
- tarkoituksena edistää myyntiä.

Vastaava määritelmä hieman laajemmin esitettynä on Virtasen luennoillaan<sup>121</sup> esittämä määritelmä, jossa myynninedistäminen on korvattu ”pyrkimyksellä tuoda esille yritystä, sen tuotteita tai palveluja”. Tässä määritelmässä laajennetaan ajattelua myynninedistämisen keinoihin, jolloin otetaan huomioon informatiivisen markkinoinnin lisäksi myös imago-markkinointi eli yrityskuvamarkki-

---

<sup>118</sup> Nykyään käytössä myös mallista johdettu ns. 4 c-malli, jossa promotion -> communication eli kokonaisvaltainen viestintä. Malli on asiakaslähtöinen ja ”communication” on laajempi käsite kuin ”Promotion”. Vierula 2009 s. 86-87.

<sup>119</sup> Rope 2005 s. 277.

<sup>120</sup> Rope 2005 s.277.

<sup>121</sup> Virtanen: ”Markkinointi ja oikeus” 4.10.2012.

nointi. Informatiivinen markkinointi pyrkii saamaan kuluttajat kiinnostumaan tuotteesta kun taas imagomarkkinoinnilla pyritään parantamaan yrityskuvaa sidosryhmien silmissä<sup>122</sup>. Markkinaoikeus on ratkaisutoiminnallaan (mm. MAO: 204:04) tuonut esille, että imago-markkinointi kuuluu markkinointi-käsitteen alaan.<sup>123</sup> Imagomarkkinoinnin voidaan katsoa edistävän myyntiä kun ajatellaan, että asiakkaalle tärkeät arvot ja ominaisuudet omaava yritys on luultavasti houkuttelevampi kuin jokin toinen yritys. Lopputulemana voi huomata, että imagomarkkinoinnin perimmäinen tarkoitus on sama kuin informatiivisella markkinoinnilla, eli myynnin edistäminen.<sup>124</sup>

ICC:n sääntöjen soveltamisalasta ja Fivan lausunnoista kävi ilmi, että ratkaisevaa on menettelyn tarkoitus. Myös liiketaloudellista määritelmää käsiteltäessä tuli esiin termi *kaupallinen tarkoitus*, jolla on suuri merkitys markkinointioikeudellisen käsitteen sisältöä pohdittaessa. Toisaalta puhutaan myynninedistämisestä tai kuluttajan käyttäytymiseen vaikuttamisesta, mutta kaikkien näiden taustalla on markkinoijan tarkoitus. Markkinoijalla on siis tietty tavoite ja tulkinnassa tämä tavoite on merkitsevässä asemassa. Käytetyllä medialla, keinoilla ja ilmaisuilla ei ole merkitystä. Myöskään viestin ajallisella kestolla ja viestin vastaanottajien määrällä ei ole merkitystä. Toisaalta on huomattava, että myös lopputulos on merkityksetön. Riittää, että markkinointi on todella toteutettu ja viesti on kohdistunut yrityksen ulkopuolelle eli ollut ulkopuolisen saatavilla<sup>125</sup>.

Ratkaisutoiminnassa markkinointina on pidetty esimerkiksi lehtiartikkelia ja sähköpostin ns. signature<sup>126</sup>. Myös yksityinen viesti tai yksittäisessä kauppaneuvottelussa annettu tieto voi olla markkinointia<sup>127</sup>. Pohdittavaa voisi antaa esimerkiksi se, missä määrin yrityksen työntekijät vapaa-ajallaan edustavat yritystä. Voidaanko yksityinen keskustelu tai sähköpostien lähettäminen katsoa markkinoinniksi, jos osapuoli kehuu edustamansa yrityksen tarjoomaa? Henkilökohtainen myyntityö on kuitenkin selvästikin markkinointia kun ajatellaan esimerkiksi pankkialalla tapahtuvia asiakas-kohtaamisia. Entä vaikuttaako keskusteluosapuolen asema yrityksessä vapaa-ajalla käytäviin yksityisiin keskusteluihin? Voidaanko ajatella, että vaikkapa yrittäjän tai itsenäisen edustajan yksityisiä viestejä arvioitaisiin tiukemmin? Tässäkin voisi ottaa esille markkinoijan tarkoituksen arviointi-

---

<sup>122</sup> Virtanen: ”Markkinointi ja oikeus” 4.10.2012.

<sup>123</sup> MAO totesi ratkaisussaan, että ”Varsinaisten mainonnallisten ilmaisujen ohella myös tuotenimet, tavaramerkit ja muut tunnusmerkit ovat markkinoinnissa käytettäviä ilmaisuja”.

<sup>124</sup> Asiaan liittyen johdannossa pohdintaa sijoitusrahaston ja rahasto-osuuden markkinoinnista. Sijoitusrahaston markkinointia voisi eräillä kriteereillä pitää imagomarkkinointina.

<sup>125</sup> Varhela – Virtanen 1999.

<sup>126</sup> MT on ratkaisussaan 1994:15 todennut, että kysyntää tai menekkiä edistävä tai muuten selkeästi kaupallinen kirjoitus lehdessä voi olla markkinointia. MAO 120:03 signaturen käyttö on markkinointia.

<sup>127</sup> HE 32/2012 vp. s. 95.

perusteena. Lähtökohtaisesti kaupallisessa tarkoituksessa tehty toiminta on aina markkinointia. Vaikka toiminnalla olisi jokin yhteiskunnallisesti kannatettava ja hyväksytty päämäärä, johon saadut tulot mahdollisesti ohjataan, pidetään toimintaa markkinointina, jos sillä katsotaan olevan kaupallinen tarkoitus<sup>128</sup>. Koska kyseessä on tällöinkin markkinointi, eivät esimerkiksi eettiset arvot tai ympäristönsuojelu oikeuta poikkeamaan markkinoinnin lainmukaisuuden vaatimuksista.

Kaupallisen tarkoituksen lisäksi ratkaisevana pidetään sitä, pitääkö viestin vastaanottaja menettelyä markkinointina vai muuna viestinä. Jos kohderyhmä pitää viestiä markkinointina, se on markkinointia, vaikka lähettäjä katsoisi asian olevan toisin. Kohderyhmän näkemys otetaan huomioon etenkin näissä osapuolten välisissä kollisiotilanteissa.<sup>129</sup> Onhan perusteltua, ettei lain tulkinnassa ole kyse ainoastaan markkinoijan subjektiivisesta näkökulmasta asiaan, vaan otetaan huomioon myös viestin sisältö ulkopuolisesti arvioiden. Tulkintatilanteessa siis otetaan ensin huomioon markkinoijan menettelyn tavoite, mutta jos markkinoija kiistää tavoitteen olleen kaupallinen, katsotaan asiaa kohderyhmän kannalta. Viime kädessä ratkaisun tekee tuomioistuin pohtimalla miten viestin sisältö voidaan ymmärtää.

Ns. piilomarkkinointia on estetty lainsäädännössä vaatimuksella markkinoinnin tunnistettavuudesta. Markkinoinnista on siis sekä KSL:n ja SopMenL:n mukaan ilmentävä kaupallinen tarkoitus ja se, kenen lukuun markkinointia harjoitetaan. Esimerkiksi artikkelin muotoiseen kirjoitelmaan voidaan merkitä sana ”ilmoitus” ja aikaisemmin tv:n ostoskanavalla esitetty ”sijoitusohjelma” sijaitsi ostoskanavan tunnusten välissä, jotka erottivat markkinointiohjelman muusta ohjelmistosta. Markkinoinnin ja markkinoijan tunnistaminen on viestin saajalle tärkeää. Viestin saajan on tiedettävä onko hänen saamansa tieto objektiivista, jotta hän voi muodostaa oman subjektiivisen näkökantansa ja mahdollisesti tehdä tarpeisiinsa sopivia kulutusvalintoja saamiensa tietojen perusteella.

Markkinoinnin käsitteen laaja tulkinta tarkoittaa, että periaatteessa mikä tahansa yhteydenotto asiakkaaseen tai potentiaaliseen asiakkaaseen on katsottavissa markkinoinniksi. Tulkinta kuitenkin rajoittaa soveltamisalan markkinoijan toimintaan. ICC:n säännöissä on otettu tähän kantaa selvittämällä, että ”Se (markkinointi) tarkoittaa kaikkia viestinnän muotoja, joita *markkinoija itse tai joku hänen lukuunsa harjoittaa...*”.<sup>130</sup> Relevanttia on siis markkinoijan tahto tai tekeminen. Yrityksen ei katsota olevan vastuussa jonkun muun, vaikkapa asiakkaan tekemistä markkinointitoimenpiteistä,

---

<sup>128</sup> Hoppu 2004 s. 96.

<sup>129</sup> Virtanen: ”Markkinointi ja oikeus” 4.10.2012 sekä Varhela-Virtanen 1999.

<sup>130</sup> ICC:n kansainväliset markkinointisäännöt s. 7.



jos toimenpiteet ovat täysin riippumattomia yrityksestä<sup>131</sup>. Vaikeuksia tulkintaan voisi tuoda tilanne, jossa kaksi yhteistyössä olevaa, mutta ei kilpailevaa yritystä (esimerkiksi kangaskauppa ja ompelimo) mainostavat toistensa tuotteita tai palveluja asiakkailleen. Ratkaisevaa saattaisi olla yritysten tietoinen sopimus asiasta, jolloin toisen voisi katsoa harjoittavan markkinointia toisen lukuun. Tällöin ratkaistavaksi nousisi ongelma, missä määrin yritys on vastuussa yhteistyökumppaninsa menetelmistä ja sanomasta, jos markkinoinnin keinoista ei olisi erityisesti sovittu. Toinen markkinoinnin käsitettä rajoittava tekijä on edellä mainittu kaupallinen tarkoitus. Yritys joutuu viestimään muutoinkin kuin vain myynninedistämisen näkökulmasta. Esimerkiksi lakisääteisen tiedonantovelvollisuuden täyttämistä ei voida pitää markkinointina, jos tiedotus ei sisällä pyrkimystä myynninedistämiseen.

Markkinoinnin legaalimääritelmää selvitettäessä tulee esiin, että markkinointia kuvaillaan mm. termeillä viestintä, tieto, tiedottaminen, esitys ja tiedon antaminen. Puhutaan myös toiminnan harjoittamisesta. Markkinointia pidetään siis jonkinlaisena performatorisena aktina. Toisin kuin liiketaloudessa, oikeustieteessä markkinointi ei välttämättä ole ”olemista” vaan ”tekemistä”. Tämä voi johtua juuri siitä, että legaalimääritelmää käytetään jonkinlaisen tekemisen kuvaamiseen ja liiketaloudellinen määritelmä taas pyrkii selittämään markkinoinnin olemusta. Tieteenalojen lähtökohdat ovat siis erilaiset.

Myös sijoitusrahaston tai rahasto-osuuden markkinoinnin lainmukaisuusarviointi lähtee markkinoinnin käsitteellistämisestä. Mikä on markkinointia? Yhtenäistä selvää vastausta ei ole, mutta lähtökohtaisesti tulkinta on laajaa. Verrattuna nykyaikaiseen liiketaloudelliseen markkinointikäsitteeseen sääntelyssä pysytellään tekemisen alueella ja usein puhutaankin viestimisestä, jolloin voitaisiin ajatella markkinointisääntelyn pääasiassa koskevan markkinointiviestintää. Markkinointiviestinnän alaan katsotaan kuuluvan mainonnan, myyntityön, myynninedistämisen ja suhde-toiminnan. Markkinointina pidetään myös jonkun muun tekemiä markkinointitoimia myyjän lukuun, jolloin ratkaisevaa on myyjän tahto.

Markkinoijan suorittaman toiminnan tavoitteena on oltava myynnin lisääminen (kaupallinen tarkoitus), jotta toiminta katsottaisiin markkinoinniksi. Objektiivista näkökantaa ei kuitenkaan ole unohdettu, joten viestin tarkoituksella ei ole merkitystä, jos kohderyhmä kokee viestin markkinoinniksi. Olennaista on siis ulkopuolisen objektiivinen näkemys asiasta.

---

<sup>131</sup> Virtanen: ”Markkinointi ja oikeus” 4.10.2012.

Nämä elementit, viestin kaupallinen tarkoitus, kohderyhmän kokemus, markkinointitoimen tekeminen sekä markkinoijan tahto, ovat loppujen lopuksi vain suuntaviivoja tulkinnalle, sillä asiaa on katsottava tapauskohtaisesti. Lähtökohtanahan on, että tulkinta on laajaa.

## 4 MARKKINOINNIN LAINMUKAISUUSARVIOINTIIN VAIKUTTAVIA SEIKKOJA

### 4.1 Markkinointioikeudellisesta käsittehierarkiasta

Sijoitusrahaston rahasto-osuuksia ei saa SRL 89 §:n mukaan markkinoida antamalla totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja. KSL:n toisessa luvussa on samanlainen kieltä ja hyvän tavan vastaisen ja sopimattoman menettelyn kieltä elinkeinotoiminnassa. Myös AML 2 § kieltää sopimattoman menettelyn arvopaperimarkkinoilla. AML 3 §:ssä on lisäksi kieltä antaa harhaanjohtavia tai totuudenvastaisia tietoja arvopaperien markkinoinnissa ja vaihdannassa. UCP-direktiivissä säädetään sopimattomista kaupallisista menettelyistä ja siihen on koottu harhaanjohtavasta mainonnasta, etäsopimuksista ja rahoituspalvelujen etämyynnistä annettujen direktiivien säännökset.<sup>132</sup> Säännökset on jätetty melko lailla yleisluontoisiksi, jolloin viranomaisratkaisut ovat merkityksellisiä lainkohtien sisällön muotoutumisessa. Erityisesti AML:n ja KSL:n yleislausekkeet ovat hyvin avoimia, mutta myöskään SRL:ssa ei ole pyritty selvittämään totuudenvastaisten ja harhaanjohtavien tietojen sisältöä.<sup>133</sup>

Edellisistä huomataan, että lainsäädännössä käytetään johdonmukaisesti tiettyjä ilmaisuja kun normitetaan kuluttajan, tässä tapauksessa kuluttaja-sijoittajan, suojasta. Kun ajatellaan termihierarkiaa, voidaan huomata, että *sopimaton menettely* sisältää totuudenvastaisten ja harhaanjohtavien tietojen antamisen. KSL 2:3 §:n mukaan sopimaton menettely liittyykin kuluttajan päätöksentekomahdollisuuksiin sekä myös elinkeinotoiminnassa yleisesti hyväksyttävään toimintatapaan. KSL:n esitöiden mukaan *Hyvän tavan vastaisen menettelyn* kieltä koskee sen sijaan eettisiä arviointiperusteita ja se on puhtaasti kansallista sääntelyä<sup>134</sup>. Vastaavaa säännöstä ei löydy sopimattomia kaupallisia menettelyjä koskevasta UCP-direktiivistä. Hyvän tavan vastaisen markkinoinnin arviointikriteereinä ovat Suomessa kulloinkin yleisesti hyväksytyt yhteiskunnalliset arvot sekä kuhunkin yksittäistapaukseen liittyvä kokonaisharkinta.

Sijoitusrahaston ja rahasto-osuuksien lainmukaisuusarviointi tapahtuu erityislain, SRL:n mukaan. Jos markkinointi on SRL:n markkinointisäännösten mukaista, voidaan markkinoinnin katsoa olevan kuitenkin muutoin sopimatonta tai eettisesti hyvän tavan vastaista KSL:n tai AML:n säännösten

---

<sup>132</sup> Lisäksi Laissa sopimattomasta menettelystä elinkeinotoiminnassa (22.12.1978/1061) kielletään hyvän tavan vastainen menettely sekä sopimaton menettely.

<sup>133</sup> Asiaan liittyen Varhela-Virtanen 2009 käsittelevät KSL:n yleislausekkeen muotoa ja viranomaisratkaisujen merkitystä kappaleessa Sopimaton ja hyvän tavan mukainen markkinointi. Myös SopMenL:n 1 § on jätetty sisällöltään avoimeksi yleislausekkeeksi.

<sup>134</sup> Koivumäki-Häkkänen 2011 s.23.

mukaan. Aikaisemmassa AML:ssa (26.5.1989/495) oli arvopapereiden markkinointia koskien lauseke, jonka mukaan

arvopapereita ei saa markkinoida eikä hankkia elinkeinotoiminnassa antamalla totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja taikka käyttämällä hyvän tavan vastaista tai muuten sopimatonta menettelyä.

Kiellon erilaisia toimintoja koskevat määritelmät tavallaan kumottiin viimeisillä sanoilla ”*tai muuten sopimatonta menettelyä*”. Tällöin voitiin katsoa, että vaikka tiedot eivät olisi olleet totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia eikä toiminta olisi yleisesti arvotettu hyvän tavan vastaiseksi, voitaisiin sitä viimeisen lausuman perusteella kuitenkin pitää lainvastaisena, sopimattomana menettelynä. Uudessa AML:ssa ja UCP-direktiivissä on annettu enemmän tilaa mahdollisiin tulkintatilanteisiin kun ensisijaiseksi termiksi on nostettu markkinoinnin sijaan menettely. Näin kaikenlainen sopimattomaksi katsottava menettely on kiellettyä riippumatta markkinoinnin määritelmästä. Perusteena AML:n muutokseen oli arvopaperikaupan kehittyneet muodot, esimerkiksi verkkopalvelujen käyttäminen, jolloin yksityinenkin sijoittaja voi olla suoraan yhteydessä arvopaperinvälittäjään. Tällöin viittaus markkinointiin voisi rajoittaa arvopaperinvälittäjän sopimattoman menettelyn normin soveltamisalan ulkopuolelle.<sup>135</sup> Kuitenkin AML:ssa on yhä käytetty myös markkinointi-sanaa ja voisikin ajatella, että totuudenvastaisten ja harhaanjohtavien tietojen antaminen markkinoinnissa kuuluu alakategorisesti sopimattomaan menettelyyn markkinoilla. Samoin UCP-direktiivin ”mustan listan” 6 ja 7 artiklan kiellot harhaanjohtavien tietojen antamisesta liittyvät pitkälti markkinointiin, mutta ovat sopimattoman menettelyn määritelmäsäällölle alisteisia.

## **4.2 Kohderyhmän vaikutus lainmukaisuusarviointiin**

### **4.2.1 Lainmukaisuusarviointi ja keskivertokuluttaja**

Markkinoinnin menestyksen perusteena on onnistunut segmentointi. Yrityksen tulee tuntea kohderyhmänsä, jotta voisi kohdentaa markkinointinsa ja näin saada sen toimiman mahdollisimman tehokkaasti. Kohderyhmäajattelulla on merkitystä myös lainmukaisuusarvioinnissa suoraan normien soveltamisen kannalta sekä markkinointioikeudellisena argumentaatioperusteena.

---

<sup>135</sup> HE 32/2012 vp. s. 95.

SRL:n soveltamisalaa koskevassa 1§:ssä viitataan SipaL:n määritelmään ammattimaisesta sijoittajasta. Jako ammattimaiseen ja ei-ammattimaiseen sijoittajaan ei ole markkinointioikeudellinen kohderyhmäjaottelu, vaan korvausrahaston suojaan ja arvopaperinvälittäjän velvollisuuksiin liittyvä jaottelu. Ammattimaisen sijoittajan status määräytyy joko lain nojalla tai ilmoitusmenettelyn perusteella. Markkinoinnin kohderyhmä on yleensä anonyymi, joten myös ilmoitusmenettelyn olemassaolo sulkee jaottelun pois markkinointioikeudellisesta kohderyhmäajattelusta<sup>136</sup>. Toisaalta SipaL:n tarjoamasta ammattimaisen sijoittajan määritelmästä voimme huomata, että yksityiset henkilöt, kuluttajasijoittajat, eivät helposti täytä määritelmiä. Suurin osa yksityisistä sijoittajista onkin kategorisesti ei-ammattimaisia sijoittajia.

Kohderyhmien erilaisella luokittelulla ominaisuuksiensa mukaan on kuitenkin vakiintunut asema markkinointioikeudellisena periaatteena. Kun katsotaan sijoitusrahaston markkinoinnin yleisluonteisia normeja, voidaan huomata, että esimerkiksi totuudenvastaisuus ei ole lähtökohtaisesti tällainen tulkinnallinen kysymys, johon kohderyhmäajattelua voitaisiin soveltaa. Toisaalta myöskään hyvän tavan vastaisuus, eli yhteiskunnan yleisesti hyväksytyt arvot, ei välttämättä sisällä kohderyhmäajatteluun soveltuvaa argumentointiperustaa. Sen sijaan menettelyn ja markkinoinnin sopimattomuutta on yleisesti arvioitu sen mukaan, miten menettely on tosiasiallisesti ja objektiivisesti arvioiden voinut vaikuttaa kuluttajan päätöksentekoon<sup>137</sup>.

Tiedon harhaanjohtavuus arvioidaan myös kuluttajan saaman vaikutuksen perusteella. Kuluttajan näkemys on suomalaisessa oikeuskäytännössä lähtökohtaisesti ollut tavallisen keskivertokuluttajan käsitys markkinointiaineistosta.<sup>138</sup> Keskivertokuluttajan näkemyksellä tarkoitetaan sitä, ettei yksittäisen kuluttajan näkemys voi olla määräävänä argumenttina tulkintatilanteessa vaan tapausta tarkastellaan objektiivisesti siltä kannalta, kuinka ominaisuuksiltaan keskivertoinen kuluttaja voisi markkinoinnin ymmärtää.

#### 4.2.2 Markkinointioikeudelliset kohderyhmäkategoriat

Ajoittain valvontaviranomaisten kannanotoissa on ollut nähtävissä keskivertokuluttajan näkemystä tiukempi tai väljempi arviointikriteeri yksittäistapauksittain. Keskivertokuluttajan lähtökohdasta on

---

<sup>136</sup> Hoppu 2004 s. 174.

<sup>137</sup> KSL:n mukaista sopimatonta markkinointia koskien Varhela-Virtanen 2009.

<sup>138</sup> Koivumäki-Häkkänen 2011 s. 35.

siten nähtävissä kaksi poikkeusta. Tietylle kohderyhmällä suunnattua tai siihen muutoin kohdistunutta markkinointia arvioidaan tämän kuluttajaryhmän fiktiivisen keskivertojäsenen näkökulmasta. Ratkaisevaa on se, minkälaiseen kuluttajaryhmään mainos on todellisuudessa kohdistunut, vaikkakin lähtökohtana kohderyhmäajattelussa on markkinoijan tarkoittama kohderyhmä<sup>139</sup>. Hoppu esittelee Tiilin löytämät kohderyhmäkategoriat KSL:a tulkittaessa, joita ovat *suuri yleisö, asiantuntijat ja heikot eli riskikuluttajat*<sup>140</sup>. Suuri yleisö koostuu tavallisista keskivertokuluttajista ja vaikutuksille erityisen alttiit kuluttajat kuuluvat heikkojen kuluttajien ryhmään. Heikot kuluttajat ovat alttiimpia vaikutuksille, koska heillä voi olla vähäiset taloudelliset, tiedolliset tai taidolliset resurssit<sup>141</sup>. Asiantuntijat taas ovat harrastuneisuutensa tai muusta johtuvien resurssiensa vuoksi kriittisempiä ja tästä syystä toinen poikkeus lainmukaisuusarvioinnissa. Esimerkiksi sijoittamista suuremmissa määrin harrastavat voivat olla kuluttajaryhmänä asiantuntijoita rahastosijoittamisen suhteen.

Markkinoinnin lainmukaisuusarvioinnissa otetaan huomioon kohderyhmien ominaisuudet ja arvioinnin tiukkuus muotoutuu sen mukaan<sup>142</sup>. Voidaanhan ajatella, että esimerkiksi aktiivista osakekauppaa harrastava kolmekymppinen pankkitoimihenkilö ymmärtää kyseenalaistaa mainoksessa esiintyvää rahastosijoittamisen varallisuutta nostavaa tasoa enemmän kuin eläkeläinen, jolla on pieni kansaneläke ja muutama tuhat euroa säästössä pankkitilillä. Toki asia voi joskus olla päinvastoin, ja tästä syystä perusteena käytetäänkin keskivertojäsenen objektiivisesti ymmärrettävää näkemystä kaikissa näissä kuluttajaryhmissä.

Asiantuntijakuluttajilta vaaditaan suurempaa vastuuta ja huolellisuutta markkinoinnin lainmukaisuusarvioinnissa kuin muilta kohderyhmiltä. Vaatimus perustuneeseen olettamukseen harrastuneisuuden tuomasta kriittisyydestä markkinointilupauksiin sekä tämän taustalla oleviin tietoihin ja taitoihin. Asiantuntijalla on oletettavasti myös paremmat edellytykset ja kyvyt hankkia tarvittavaa lisätietoa markkinoitavista rahasto-osuuksista. Asiantuntijakuluttajiin kohdistuvaa markkinointia voidaankin heillä olevan vastuun vuoksi arvioida väljemmin kuin suureen yleisöön tai heikkoihin kuluttajiin kohdistuvaa markkinointia.<sup>143</sup>

---

<sup>139</sup> Hoppu 2004 s. 181.

<sup>140</sup> Hoppu 2004 s.175 markkinoinnin kohderyhmät Tiili 1979 s. 222.

<sup>141</sup> Hoppu 2004 s. 176.

<sup>142</sup> Asiasta mm. HE 32/2012 vp. s. 98 arvopapereiden markkinoinnissa tiedon harhaanjohtavuutta arvioidaan ankarammin kun kohteena on yleisö kuin markkinoitaessa ammattimaisille tai muuten kokeneille sijoittajille.

<sup>143</sup> Asiasta myös Hoppu 2004 s. 183.

#### 4.2.3 Riskikuluttajiin kohdistuva erityinen suoja

Jo 1970-luvun lopulla KSL:n markkinointinormeja suunniteltaessa otettiin huomioon tiettyjen kuluttajaryhmien suurempi alttius markkinoinnin vaikutuksille<sup>144</sup>. Normaalialttiimpien kuluttajien kohdalla on nostettu sijoittajansuoja markkinoiden tehokkuutta tärkeämmäksi tavoitteeksi ja heihin kohdistuvaa markkinointia on arvioitu normaalia tiukemmin kriteerein. Tällaisiksi ns. riskikuluttajiksi on perinteisesti katsottu esimerkiksi lapset ja nuoret, eräät vammaisryhmät ja vanhukset. Markkinoinnin lainmukaisuusarviointi voi tällaisen kohderyhmän osalta tapahtua ryhmän keski-vertojäsenen näkökulmasta, jos markkinointi on omiaan heikentämään jäsenen päätöksentekoa. Tällöin oletuksena on myös se, että markkinoinnin suorittajan olisi pitänyt tämä kohtuudella ymmärtää.<sup>145</sup> Rahasto-osuuksien markkinoinnin kontekstissa pitää kuitenkin muistaa, että alaikäiset ja muut oikeustoimikelpoisuudeltaan rajoitetut eivät vallitse omaisuuttaan eikä heillä ole oikeutta tehdä sitä koskevia sitovia oikeustoimia.<sup>146</sup> Riskikuluttajien ryhmä voi siten muodostua hieman erilaiseksi sijoitustuotteiden markkinoinnissa kuin sellaisten hyödykkeiden markkinoinnissa, joiden kohdalla hankintapäätöksen tekeminen on rajoittamatonta.

Suomessa ei ole markkinointioikeudellisessa mielessä asetettu selvää ikärajaa lapselle<sup>147</sup>. KSL:n 2 luvun 2 §:ssä markkinoinnin hyvän tavan vastaisuudesta nostetaan erityisesti esille alaikäisille suunnattu markkinointi ja ICC:n markkinointisäännöt lapsille ja nuorille koskevat artiklan 18 mukaan alaikäisiä. Lapsen määritelmä sisältyy näin itsestään selvästi alaikäisyyteen, mutta markkinointioikeudellisesti epäselvää on lapsen ja nuoruuden sekä nuoruuden ja aikuisuuden väliset rajat. Lapset sulkeutuvat suurimmalta osin pois rahasto-osuuksien markkinoinnin kohderyhmänä vajaavaltaisuudestaan johtuen, mutta toki pitää ottaa huomioon, että markkinoinnin tulee olla esitystavaltaan myös lapsille sopivaa, jos se on lasten saavutettavissa<sup>148</sup>.

Rahasto-osuuksien markkinointia arvioitaessa on kuitenkin relevanttia pohtia nuoruuden ja aikuisuuden rajoja arvioinnin tiukkuuteen liittyen. Nuorten määritelmää voisi tässä kontekstissa ajatella laajasti niin, että täysi-ikäiset nuoret kuitenkin kuuluisivat riskiryhmään. Sijoittajansuojan tarjoami-

---

<sup>144</sup> HE 8/1977 vp. s. 25.

<sup>145</sup> Koivumäki-Häkkänen 2011 s. 35.

<sup>146</sup> Vajaavaltaisuudella on kuitenkin oikeus määrätä siitä, minkä hän on omalla työllään ansainnut. Laki holhoustoimesta 442/1999 2 § ja 23-25 §.

<sup>147</sup> Virtanen 2010 s. 171.

<sup>148</sup> Markkinoinnin suoritustavasta lapsiin ja nuoriin liittyen Virtanen 2010 s. 174-176.

nen puoltaisi tiukempaa suojaa nuorille, jotka ovat juuri saaneet omaisuutensa vallintaansa ja tekevät ensimmäisiä taloudellisia ratkaisujaan<sup>149</sup>. Tällöin keskivertonuorella voisi ajatella olevan suhteellisen suppea sijoituskohteiden tuntemus vielä täysi-ikäisyyden saavuttamisen jälkeenkin. KSL:n esitöissä on mainittu juurikin kokemuksen ja tiedon puute syynä heikkojen kuluttajaryhmien vaikutuksille alttiuteen<sup>150</sup>.

Ikäihmisiltä ei puutu elämäkokemusta, mutta sijoittajakokemus voi useinkin olla vähäistä. Vanhukset on markkinointioikeudessa yleisesti asetettu kategorisesti heikkojen kuluttajien ryhmään pelkän ikänsä perusteella<sup>151</sup>. Tämä perustune ajatukseen ihmisen kognitiivisten perustoimintojen eli mm. oppimisen heikentymisestä ikääntyessä<sup>152</sup>. Tämän päivän ikäihmiset ovat oppineet sijoittamaan varojaan lähinnä pankkitalletuksiin tai kiinteistöihin, mutta ovat kuitenkin sijoitusvarallisuutensa vuoksi haluttuja asiakkaita sijoitusyhtiöille. Sijoitusympäristön ja –tuotteiden muutokset voivat olla ikäihmisille suhteellisen vieraita ja heillä on usein myös perinteinen suhtautuminen esimerkiksi pankkeihin tietynlaisina auktoriteetti-instituutioina. Tämä aiheuttaa ongelmatilanteita nykypäivän myyntipainotteisessa maailmassa, koska ikäihmiset eivät välttämättä koe näitä organisaatioita ns. myyntiorganisaatioina, eivätkä tunne tarjottujen sijoituskohteiden ominaisuuksia ja niiden sisältämiä riskejä. Nuoremmat tiedostavat ja oppivat uutta sijoitusmaailmaa helpommin. Tällä perusteella ikäihmiset on nähtävä lähtökohtaisesti eräänlaisena riskiryhmänä rahasto-osuuksia markkinoinnin lainmukaisuutta arvioitaessa<sup>153</sup>. Ongelmaksi nousee jälleen kuitenkin ikäihmisen tai vanhuuden määrittely. Onko eläkeläinen automaattisesti markkinaoikeudellinen vanhus vai pitäisikö vanhuuden rajaa ajatella korkeammalle? Nykypäivänä eläkeiän saavuttavat ovat kuitenkin viriilejä ja toimeliaita yhteiskunnan jäseniä, mikä puoltaisi rajanvetoa korkeampaan ikään. Oikeuskäytännöstä selviää, että ainakin yli 80-vuotias on markkinaoikeudellisesti riskiryhmää ja siten erityisen suojan tarpeessa<sup>154</sup>.

Rahasto-osuuksien markkinoinnin kohderyhmien jaottelussa myös matalatuloisia tai vähävaraisia voisi yleistäen pitää jonkinlaisena riskiryhmänä<sup>155</sup>. Heillä tuskin on laajassa skaalassa kokemusta

---

<sup>149</sup> Näkemystä puoltaa myös Hoppu, jonka mukaan *nuoret voidaan yleensä katsoa riskikuluttajiksi sijoitustuotteiden markkinoinnissa*. Hoppu 2004 s. 179.

<sup>150</sup> HE 8/1977 vp. s. 25.

<sup>151</sup> Esim. HE 8/1977 vp. s. 25, KSL 2:3.3 § ja UCP-direktiivi 19 artikla.

<sup>152</sup> Kognitiivisten taitojen heikentymisestä ikääntyessä Tuomainen-Hänninen 2000 s. 1293.

<sup>153</sup> Myös Hoppu 2004 s. 177.

<sup>154</sup> MO on ratkaisuisaan 40 ja 41/2011 puhelinmarkkinointiin liittyen todennut, että vuonna 1926 syntynyt henkilö on ollut iästään johtuen erityisen altis vaikuttamiselle.

<sup>155</sup> Myös Hoppu s. 177.



sijoitustuotteista. Erityisesti asiaa puoltaa mielestäni heidän kohdallaan suuri taloudellinen haavoittuvuus. Markkinointi voi aiheuttaa taloudellisia menetyksiä, jolloin vähävaraisen kokema tappio aiheuttaa henkilökohtaisella tasolla suurempia haittoja kuin varakkaammalla sijoittajalla. Toisaalta sijoitustuotteet voivat tuntua erityisen houkuttelevilta tämän kohderyhmän kannalta, jolloin on vaarana rationaalisen päätöksenteon heikentyminen.

Markkinoinnin kohderyhmäkategorioiden aiheuttamaa lainmukaisuusarvioinnin tiukkuutta tai väljyyttä arvioidaan tapauskohtaisesti. Voidaankin pohtia, onko oikein kategorisoida kuluttajaa tiettyyn muottiin esimerkiksi demografisten tekijöiden perusteella tai onko yksittäistapauksessa kohderyhmään perustuva arviointikriteeri liian tiukka elinkeinonharjoittajan kannalta. Kohderyhmien sisälläkin yksilöiden tiedot ja taidot vaihtelevat suuresti. Osittain tästäkin syystä kuluttajalle jätetään tietty normaali vastuu omasta huolellisuudesta sekä arvioidaan vaadittavaa huolellisuuden tasoa tapauksittain<sup>156</sup>. Toisaalta sekä lainsäätäjä että tulkitsija joutuu jälleen kerran punnitsemaan sijoittajansuojan ja markkinoiden rajoittamisen merkitystä työssään. Milloin on tehokkuudella ja milloin sijoittajansuojalla enemmän painoarvoa markkinoiden toimivuuden kannalta?

#### **4.3 Markkinoitavan hyödykkeen erityispiirteet**

Markkinointioikeudessa on periaatteena, että kohderyhmän lisäksi myös markkinoitavan hyödykkeen erityispiirteet vaikuttavat lainmukaisuusarviointiin. Keskeisiä elementtejä arvioinnissa ovat Hopun mukaan mm. hyödykkeiden tunnettuus kohderyhmässä, hyödykkeiden hankinnan taloudellinen merkitys ja riskit, kuinka pitkäksi ajaksi asiakas sitoutuu, hyödykkeiden terveysvaikutukset sekä se, onko kyseessä ns. välttämättömyshyödyke.<sup>157</sup> Sijoitusrahaston rahasto-osuuden markkinointiin peilaten näistä elementeistä löytyy useita tekijöitä, jotka vaikuttavat lainmukaisuusarviointiin. Arviointia tiukentavina ominaisuuksina voidaan pitää ainakin sijoitusrahastojen monimutkaista rakennetta ja kuluttajille outoja ominaisuuksia, rahastosijoittamisen taloudellista luonnetta ja sen riskejä sekä sitä, että sijoittamista usein suositellaan pitkähköksi ajaksi.

Sijoitusrahastojen abstrakti luonne sekä erityislaatuinen rakenne aiheuttavat sijoittajalle ongelmia sen ominaisuuksien tarkastelussa. Erityisesti kulurakenne voi olla hyvinkin monimutkainen ja kulujen vertailu rahastojen kesken vaikeaa. Abstrakti luonne aiheuttaa sen, ettei sijoittaja voi konkreettisesti tarkastella sijoitustuotetta ja sen ominaisuuksia. Asiakkaan on tehtävä sijoituspäätös

---

<sup>156</sup> Kuluttajan huolellisuudesta ja arviointikriteerin tiukkuudesta mainitsevat myös Koivumäki – Häkkänen 2011 s. 35.

<sup>157</sup> Hoppu 2004 s. 187.

sijoitusrahastosta annettujen tietojen perusteella, jolloin markkinoinnin epäselvyys voi johtaa siihen, että sijoittaja tulee harhaanjohtetuksi. Tämä piirre asettaa erityisvaatimuksia markkinoijan tiedonantovelvollisuudelle.<sup>158</sup>

Rahastosijoittaminen on tunnetusti sijoittajan taloudelle merkityksellistä ja siihen liittyy aina taloudellinen riski. Perinteisesti markkinointi- ja kuluttajansuojalainsäädännössä on pyritty turvaamaan markkinoinnin kohteen taloudellinen turvallisuus. KSL:n markkinoinnin yleislausekkeesta poistettiin nimenomainen viittaus kuluttajan taloudelliseen turvallisuuteen, mutta toimenpide oli teknisluonteinen ja perustui EU-harmonisointiin<sup>159</sup>. UCP-direktiivi suojelee nimenomaisesti kuluttajan taloudellisia etuja<sup>160</sup> ja kyseinen KSL:n yleislausekkeen muutos liittyi direktiivin implementointiin. Direktiivin mainitsemaan taloudellisten etujen turvaamiseen liittyy itsestään selvästi rahastosijoittamisen riskit.

Kuluttajasijoittajalle rahastosijoittaminen voi sisältää suuria ja yllättäviä riskejä, mikäli markkinointi ei ole ollut asianmukaista. Ratkaisukäytännössä on viime aikoina tullut ratkaistavaksi tapauksia, joissa sijoittaja ei ole sanojensa mukaan ymmärtänyt sijoituskohteen sisältävän pääomaan liittyviä riskejä. Esimerkiksi APL katsoi ratkaisusuosituksessaan 129/09, ettei pankki ollut sijoitusneuvonnassaan antanut rahastosijoittamiseen liittyen riittäviä tietoja tuotteen riskeistä. Riskien selvittämättä jättäminen markkinoinnissa voi lainsäädännön mukaan aiheuttaa harhaanjohtavan ja väärin ratkaisuihin johtavan kuvan sijoittajalle. Ratkaisussa otettiin huomioon asiakkaan sijoitusprofiili ja kokemattomuus sijoittajana. Nämä riittämättömät ja osittain ristiriitaiset tiedot riskeistä vaikuttivat sijoittajan päätökseen merkitä rahaston osuuksia.<sup>161</sup>

Markkinaoikeudellisena periaatteena lainmukaisuusarviointi on normaalia tiukempaa, jos asiakas sitoutuu pitkäksi aikaa hyödykkeen käyttöön. Sijoitusrahastosijoittamista suositellaan kuluttajasijoittajille yleensä vuosiksi eteenpäin, poislukien lyhyen koron rahastoihin sijoittaminen. Yleisesti kuluttajasijoittajat sijoittavat kohtuullisen pieniä summia eikä keinottelu lyhyen aikavälin voitoilla

---

<sup>158</sup> Hoppu 2004 s. 189.

<sup>159</sup> Lakimuutos astui voimaan 1. lokakuuta 2008, lakimuutokseen liittyvä hallituksen esitys HE 32/2008 selittää tarkemmin muutoksen perusteista.

<sup>160</sup> UCP-direktiivin perustelut, Euroopan unionin virallinen lehti L 149/2005 s. 23.

<sup>161</sup> Päätöksestä äänestettiin tasan 4-4, jolloin puheenjohtajan kanta luonnollisesti ratkaisi asian. Eriävän mielipiteen mukaan markkinointi- ja tiedonantovelvollisuuteen liittyvästä materiaalista käy ilmi miten asiakas voi seurata arvon kehitystä, eikä asiakas ole vuoden aikana reklamoinut mielestään puutteellisesta informaatiosta. Asiakas myös vastaa itse tekemistään sijoituspäätöksistä. Tällä perusteella eriävän mielipiteen omaavat eivät olisi suosittaneet asiassa hyvitystä.

ole tällä omaisuus- ja tietotasolla kannattavaa, joten voimme yleistää kuluttajasijoittajan sitoutuvan rahastosijoittamiseen pitkällä aikavälillä. Rahasto-osuudet voi toki lunastaa milloin tahansa, mutta sijoittajan joutuessa ”pakkorealisoimaan” sijoituksensa liian aikaisin, hän saattaa kokea suuretkin tappiot rahasto-osuuksien arvojen ollessa alhaalla. Näillä perusteilla rahasto-osuuksiin sijoittamisen voidaan katsoa olevan tällainen hyödyke, johon kuluttaja sitoutuu pitkäksi aikaa.

Rahasto-osuus kuluttajahyödykkeenä on edellisistä huomaten ominaispiirteiltään sellainen, että markkinointioikeudellisesti voidaan helposti puoltaa normaalia tiukempaa arviointia.

## **5 RAHASTO-OSUUDEN LAINMUKAINEN MARKKINOINTI**

### **5.1 Markkinoinnin aloittaminen**

#### **5.1.1 Sääntöjen vahvistaminen**

Rahastoyhtiö tarvitsee toimiluvan järjestääkseen sijoitusrahastotoimintaa Suomessa. Toimiluvan myöntää Fiva, kun tietyt luotettavan hallinnon ja prosessien järjestämiseen liittyvät vaatimukset täyttyvät SRL 2 – 2 c-lukujen mukaan.

Rahastoyhtiö voi toimiluvan myöntämisen jälkeen perustaa yhden tai useamman sijoitusrahaston, jolla on oltava säännöt. Säännöistä päättää rahastoyhtiön hallitus ja Fiva vahvistaa säännöt.

Rahastoyhtiö ei saa aloittaa hallinnoimansa sijoitusrahaston osuuksien markkinoimista yleisölle eikä sijoitusrahastoon saa ottaa varoja ennen kuin sijoitusrahaston säännöt on vahvistettu. (SRL 24.1§)

Rahaston toiminta pitää aloittaa kahden vuoden sisällä sääntöjen vahvistamisesta. Rahastoyhtiön on myös ilmoitettava Fivalle sijoitusrahastotoiminnan aloittamisesta.<sup>162</sup>

Markkinointi ennen sääntöjen vahvistamista on edellisten mukaisesti nimenomaisesti kielletty. Rahaston toimintaa ei kuitenkaan tarvitse aloittaa heti sääntöjen vahvistamisen jälkeen, joten markkinointi voidaan aloittaa jo ennen sijoitusrahaston lanseerausta. Näin markkinoijalle jää mahdollisuus sijoitusrahaston etukäteismarkkinointiin.

#### **5.1.2 Yhteissijoitusyrityksen markkinointi Suomessa**

Ulkomaiset yhteissijoitusyritykset voivat markkinoida osuuksiaan Suomessa, mikäli ne hakevat SRL:n luvun 20 mukaisen markkinointiluvan tai täyttävät saman luvun mukaisen notifikaatiovelvollisuuden. Fiva on katsonut, että ilmoitusvelvollisuus tai velvollisuus hankkia markkinointilupa alkaa nimenomaisesti jo markkinoitaessa osuuksia. Tarjoamista ja markkinointia ei siten kat-

---

<sup>162</sup> Sijoitusrahaston säännöistä SRL 23 §, 24 § ja niiden vahvistamisesta SRL 43 §.

sota erillisiksi toimenpiteiksi vaan jo markkinointitoimenpiteiden aloittaminen edellyttää markkinointiluvan hankkimista tai notifikaatiovelvollisuuden syntymistä.<sup>163</sup>

Ulkomaisten UCITS-yhteissijoitusyritysten markkinointi Suomessa alkaa em. ilmoitusmenettelyn perusteella SRL 128 §:n mukaan.. UCITS-yhteissijoitusyritys toimittaa oman kotivaltionsa viranomaisille sijoitusrahastodirektiivin 93 artiklan 1 kohdassa tarkoitetun ilmoituskirjeen. Viranomaiset laativat todistuksen, että yhteissijoitusyritys täyttää sijoitusrahastodirektiivin vaatimukset ja toimittavat todistuksen sekä muut vaadittavat asiakirjat kohdevaltion viranomaisille.<sup>164</sup> UCITS-yhteissijoitusyritys saa aloittaa markkinoinnin Suomessa siitä päivästä lukien kun sen kotivaltion viranomaiset ovat ilmoittaneet yhteissijoitusyritykselle toimittaneensa vaaditut asiakirjat Fivalle. SRL 128 §:n 2 momentin mukaan markkinoinnin aloittamiseen riittää siten kotivaltion viranomaisten ilmoitus. Yhteissijoitusyritys täyttää velvollisuutensa odottamalla kyseistä ilmoitusta, vaikka kotivaltion viranomaiset eivät tosiasiallisesti olisikaan toimittaneet vaadittuja asiakirjoja.

Non-UCITS -rahastot tarvitsevat Fivan myöntämän toimiluvan, jos haluavat markkinoida osuuk-  
siaan ei-ammattimaisille sijoittajille Suomessa. Markkinointiluvan hakemisesta säädetään SRL:n  
130-132 §:ssä. Hakemukseen on liitettävä vaadittavat selvitykset ja asiakirjat, joiden sisältö-  
vaatimuksia Fiva on täsmentänyt kannanotossaan 3/2011. Hakemuksen sisällöllisen normituksen  
lisäksi SRL:ssa säädetään, että rahaston on Fivan vaatimuksesta lisättävä markkinoinnissaan käyt-  
tämäänsä nimeen selvittävä lisäys, jos se on selvyyden vuoksi tarpeellista. Yhteissijoitusyrityksen  
kotivaltiossaan rekisteröimä nimi ei saa olla omiaan johtamaan yleisöä harhaan. Fiva on kuitenkin  
kannanotossaan painottanut, että kaikessa aineistossa on käytävä ilmi yhteissijoitusyrityksen viralli-  
nen nimi.

Sekä UCITS- että non-UCITS -rahaston on SRL 128 a §:n mukaisesti toteutettava ja esitettävä li-  
säksi osuuksien markkinoimiseksi tarvittavat järjestelyt maksujen suorittamiseksi osuuden-  
omistajille, osuuksien lunastamiseksi sekä tarvittavien asiakirjojen saatavilla pitämiseksi.

## **5.2 Markkinoinnissa käytetty kieli ja ilmaisut**

SRL 89 § sisältää yleisiä rahasto-osuuksien markkinointia koskevia normeja, kuten markkinoinnissa  
käytettävää kieltä koskevan normin

---

<sup>163</sup> Fiva ohjeluonnos x/2012 s. 20..

<sup>164</sup> Asetus EU 584/2010 artiklat 1-3.

Sijoitusrahaston rahasto-osuuksia markkinoitaessa on Finanssivalvonnan sitä vaatiessa käytettävä suomen tai ruotsin kieltä taikka muuta Finanssivalvonnan hyväksymää kieltä. (SRL 89.1 §)

Fiva tulkinta säännöstä on, että markkinoitaessa muille kuin ammattimaisille sijoittajille on aina käytettävä suomen tai ruotsin kieltä. Englantia, joka on rahoitusmarkkinoilla yleisesti käytetty kieli, voidaan käyttää siinä tapauksessa, että katsotaan asiakkaan saavan siltikin laissa edellytettävät, riittävät tiedot<sup>165</sup>. Myös Suomessa markkinoivien yhteissijoitusyritysten asiakirjoja koskien on SRL 131 §:ssä vastaava säännös. Lisäksi yhteissijoitusyritysten asiakirjojen käännöksiä koskien Fiva on lausunut, ettei niitä tarvitse todistaa oikeiksi, mutta yhteissijoitusyritys vastaa käännöksen oikeudesta<sup>166</sup>.

Markkinoinnin kielivaatimuksen lähtökohtana on sijoittajansuojan tarkoituksenmukainen toteutuminen<sup>167</sup>. Taustalla on ajatus, että sijoittaja tekee sijoituspäätöksen *ymmärtäen* markkinoinnissa esitetyn sanoman. Vaatimus perustuu alkuperäisen sijoitusrahastodirektiivin vaatimukseen käyttää ainakin yhtä valtion virallisista kielistä, kun markkinoidaan muussa kuin yhteissijoitusyrityksen kotivaltiossa<sup>168</sup>. Suomen viralliset kielet ovat suomi ja ruotsi. Käytännössä kuitenkin sijoittajansuojan tosiasialliseen toteutumiseen voi aiheuttaa problematiikkaa normin vaihtoehtoisen mahdollisuuden salliva kielellinen muotoilu, SRL:ssa sana *tai* ja direktiivissä sanat *ainakin yhtä*. Hyväksyttävää on siten käyttää pelkästään toista kotimaista kieltä.

Normin oletuksena on, että kaikki Suomessa asuvat taitavat molemmat viralliset kielet, vaikkakin käytännössä toisen kielen osaaminen voi olla hyvin heikkoa tai sitä ei osata lainkaan. Tällöin sijoittajan asema voi heiketä, jos markkinoinnissa on käytetty vain toista virallista kieltä. Toisaalta on huomattava, ettei säännöksessä kielletä muun kielen käyttämistä suomen, ruotsin tai mahdollisen englannin lisäksi. Sijoittajansuojan kannalta saattaisikin olla ideaalia käyttää esimerkiksi useampaa sallituista kielistä. Lainsäädännössä on kuitenkin yleisesti jätetty sijoittajallekin oma vastuu, jolloin voisi ajatella sijoittajan itse kantavan vastuun valitessaan sellaisen sijoituskohteen, jonka

---

<sup>165</sup> Fiva ohjeluonnos x/2012 s. 20..

<sup>166</sup> Fiva kannanotto 3/2011.

<sup>167</sup> HE 59/1996 vp. Yleisperustelut, 2. Esityksen tavoitteet ja keskeiset ehdotukset, 20. kappale. HE 202/1998 vp. Yleisperustelut, 3. Esityksen tavoitteet ja keskeiset ehdotukset, Yhteissijoitusyritysten markkinointi Suomessa.

<sup>168</sup> 85/611/ETY artikla 47.

markkinointiaineistossa käytettyä kieltä ei ymmärrä ollenkaan. Olettaen tietysti, että markkinoija on käyttänyt lainsäädännön vaatimia kieliä toimitessaan.

Käytetyn kielen lisäksi sijoittajan ymmärtämisen helpottamiseksi Fiva on ohjeluonnoksessaan finanssituotteiden ja –palvelujen markkinoinnista ohjeistanut myös rahastojen markkinoinnissa käytetyistä ilmaisuista. Ohjeen 5 luvun kohdan 35 mukaan markkinoinnissa on sijoituspolitiikkaa kuvattaessa käytettävä sellaisia ilmaisuja, joita kokematonkin sijoittaja pystyy *kohtuullisella perehtymisellä* ymmärtämään. Kieli ei siis saa olla vaikeaselkoista ns. ammattikieltä, vaan esityksen pitää olla tavanomaista esitysasultaan. Sijoittajalle on myös jätetty vastuu perehtyä saamaansa materiaaliin sekä sen ja suullisenkin markkinoinnin osalta etsiä tarvittaessa jonkinlaista lisätietoa. Ei ole kuitenkaan selvitetty, minkälainen perehtymisen ja tiedon hankkimisen taso riittää, jotta sijoittaja on täyttänyt oman vastuunsa. Käytännössä, kun puhutaan kokemattomasta sijoittajasta sekä kohtuullisesta perehtymisestä, ei voida olettaa kovinkaan korkeaa harrastuneisuutta asiaan.

### 5.3 Rahasto-osuuden markkinointiaineisto

#### 5.3.1 Markkinointiin liittyvä tiedonantovelvollisuus

Rahasto-osuuksien markkinointia normittavassa SRL 13 luvussa säädetään markkinoinnin lisäksi sijoitusrahaston tiedonantovelvollisuudesta. Tiedonantovelvollisuus koskee standardisoitua informaatiota, joka voidaan antaa samanlaisena tai samalla tavalla muodostettuna kaikille informaatiota tarvitseville asiakkaille. Markkinointi ja tiedonanto tarjoavat sijoittajalle informaatiota sijoitus tuotteesta. Informaatio voi sisältää yksiselitteistä faktaa tai esimerkiksi neuvontaa, jolloin kommunikaatio on kaksisuuntaista sijoittajan ja markkinoijan välillä.<sup>169</sup> Rahasto-osuuksien markkinointiin liittyy suppea tiedonantovelvollisuus, joka sisältää esimerkiksi SRL 98 a §:n 1 momentissa nimenomaisen ohjeen antaa sijoittajalle avaintietoesite hyvissä ajoin ennen sijoituspäätöksen tekemistä. Yksiselitteisesti markkinointiin liittyvää tiedonantovelvollisuutta koskien on säädetty, että

sellaisessa markkinoinnissa, jossa kehoitetaan ostamaan sijoitusrahaston osuuksia ja joka sisältää erityisiä tietoja sijoitusrahastosta, ei saa esittää väitteitä, jotka ovat ristiriidassa rahastoesitteen ja avaintietoesitteen sisältämien tietojen kanssa tai jotka vähentävät niiden merkitystä. Markkinointiaineistosta on käytävä ilmi, missä ja millä

---

<sup>169</sup> Tiedonannosta ja neuvonnasta Wuolijoki 2009 s. 30.

kielellä rahastoesite ja avaintietoesite ovat sijoittajien saatavilla tai käytettävissä.  
(SRL 89.2 §)

Tämän lisäksi tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvat dokumentit voivat *täydentää* markkinointia. SRL:ssa puhutaan kuitenkin erikseen markkinointiaineistosta ja rahastoesitteestä, avaintietoasiakirjasta ja muista tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvista dokumenteista, josta huomataan, ettei näitä dokumentteja pidetä markkinointiaineistona. Lisäksi esimerkiksi Komission asetuksessa avaintietoesitteestä 583/2010 ohjeistetaan nimenomaisesti mainitsemaan avaintietoesitteessä, ettei se ole markkinointimateriaalia. Voidaankin ajatella, että markkinointiaineisto on luovutettu ensin ja sen herättäessä asiakkaan mielenkiinnon, tarjotaan markkinoinnin tiedonantovelvollisuuteen liittyvät vaaditut dokumentit.

On häilyvää, onko dokumentit annettu markkinointivaiheessa vai ns. prekontraktuaalisessa vaiheessa, mutta kuitenkin tietyillä dokumenteilla on katsottu oikeuskäytännössä olevan merkitystä markkinoinnin arviointiin ja on puhuttu markkinointiin liittyvästä tiedonantovelvollisuudesta.<sup>170</sup> Esimerkiksi APL on ratkaisusuosituksessaan 17/09 koskien mainonnassa annettuja tietoja todennut, että yksinkertaistettu rahastoesite<sup>171</sup> ei ole ollut harhaanjohtava, jolloin pankki oli täyttänyt AML 4 luvun 4 §:n mukaisen *tiedonantovelvollisuutensa markkinoinnissa* antaessaan sellaisen sijoittajalle ennen päätöksentekoa.

Tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvista dokumenteista on nimenomaisesti säädetty SRL:ssa, josta voidaan päätellä, ettei markkinointimateriaalilla voida kuitenkaan edes osittain täyttää tiedonantovelvollisuutta. Rahastoyhtiön tiedonantovelvollisuus on kokonaisuudessaan myös laajempi kokonaisuus ja käsittää markkinointiin liittyvän tiedonantovelvollisuuden lisäksi säännöllisen tiedonantovelvollisuuden, jonka mukaan rahastoyhtiön on tietyin ajoin julkistettava vaadittava materiaali sijoittajien tarpeisiin<sup>172</sup>. Tiedonantovelvollisuuden täyttämällä voidaan kuitenkin ainakin osittain täyttää markkinointivaatimusten sisältöä. Voisi ajatella, että markkinointiin liittyvät standardisoidut tiedonantovelvoitteet tavallaan kaventavat markkinoinnin yleissäännösten tulkintaa. Eli markkinointiin liittyen olisi annettava ainakin nämä tiedot ja sen lisäksi tulevaa markkinointi-informaatiota arvioidaan yleissäännösten nojalla.

---

<sup>170</sup> Markkinointiin liittyvästä tiedonantovelvollisuudesta ja tiedonantovelvollisuuteen liittyvän sääntelyn rakenteesta Wuolijoki 2009 s.149-152.

<sup>171</sup> Yksinkertaistetun rahastoesitteen korvaa nykyään uusien vaatimusten mukainen avaintietoesite. Asiasta esim. HE 113/2011 vp. s. 45.

<sup>172</sup> Turtiainen 2004 s.113-114.



### 5.3.2 Rahastoesite, avaintietoesite ja muut vaadittavat dokumentit

Rahastoesite on olennaisin ja sijoittajalle informatiivisesti tärkein sijoitusrahastoa koskeva dokumentti. SRL 92 §:ssä säädetään, että rahastoyhtiön on julkaistava jokaisesta sijoitusrahastostaan tällainen rahastoesite, jossa on esitelty kaikki sijoittajan kannalta olennainen informaatio sijoitusrahastosta, rahastoyhtiöstä sekä säilytysyhteisöstä. Tarkemmin rahastoesitteen sisällöstä säädetään Valtioneuvoston asetuksella rahastoesitteestä 146/2012. Rahastoesite on useita sivuja pitkä ja melko perusteellinen esite. Käytännössä rahastoyhtiöt usein julkaisevat kaikille sijoitusrahastoilleen yhteisen rahastoesitteen ja sen lisäksi rahastokohtaisia sääntöjä sekä avaintietoesitteet.

Avaintietoesite (Key Investor Information Document, KIID) on sisällöltään ja muodoltaan tarkoin määritelty lyhyt asiakirja, joka sisältää sijoittajan kannalta olennaiset avaintiedot sijoitusrahastosta. Avaintietoesite on korvannut UCITS IV -direktiivin täytäntöönpanon myötä aikaisemman huonosti toimineen yksinkertaistetun rahastoesitteen. Katsottiin, että yksinkertaistettu rahastoesite oli sijoittajan kannalta liian laaja ja vaikeaselkoinen ja lisäksi eri maiden esitteissä oli suuria eroja, jolloin vertailu oli vaikeaa. Avaintietoesitteellä onkin pyritty lyhentämään, yksinkertaistamaan ja yhdentämään esitettä, jolloin myös vertailukelpoisuus on lisääntynyt.<sup>173</sup>

Avaintietoesitteen on SRL 93§ 2 momentin mukaan oltava sijoittajan ymmärrettävissä ilman muita asiakirjoja. Fiva on ohjeissaan korostanut ymmärrettävyyttä tavallisen kuluttajan kannalta ja lausunut, että sen on oltava tasapainoinen kuvaus rahaston tavoitteista, sijoituspolitiikasta, riskeistä ja kuluista. Avaintietoesitteen tulee olla lyhyt, ytimekäs ja keskittyttävä olennaiseen. Kielen on oltava selkeää ilman vierasperäisiä termejä ja laatimisessa on keskityttävä rakenteeseen niin, että kappaleet ja lauseet ovat lyhyitä ja väliotsikoita sekä kappalejako on käytetty selkeyden lisäämiseksi.<sup>174</sup> Avaintietoesite on annettava sijoittajalle *ennen sijoituspäätöstä/kaupantekoa* ja tämä vaatimus koskee sekä rahastoyhtiötä että palvelunvälittäjää. Avaintietoesite on siten merkityksellinen dokumentti rahasto-osuuksien markkinoinnin lainmukaisuusarvioinnin kannalta. Arvioinnissa on vaikeaa tukeutua suullisten kertomusten välisiin ristiriitoihin ja myös esimerkiksi APL useasti tukeutunut avaintietoesitettä edeltävän, yksinkertaistetun rahastoesitteen, sisältöön ratkaisusuositusten perusteissaan.

---

<sup>173</sup> Fiva 11.5.2011 s. 1.

<sup>174</sup> Fiva 18.10.2011 s. 5.

## 5.4 Kielto käyttää totuudenvastaisia ja harhaanjohtavia tietoja

### 5.4.1 Markkinoinnin totuudellisuusvaatimus

SRL 89 §:n 2 momentissa on kielletty käyttämästä totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja rahasto-osuuksia markkinoitaessa. Totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antamisen kiello on yleinen markkinointioikeudellinen periaate, joka otettiin SRL:n yhteyteen sijoitusrahastodirektiivin implementoinnin yhteydessä ja täydentämään KSL:n säännöksiä kuluttajille suunnattujen tuotteiden markkinoinnista<sup>175</sup>. Käsittehierarkisesti voi nähdä, että tietojen totuudenvastaisuus sisältyy harhaanjohtavuuteen. Epätodet väittämähän ovat kohderyhmän kannalta harhaanjohtavia. Toisaalta tieto voi olla faktisesti totuudenmukainen, mutta muutoin esitystavaltaan omiaan johtamaan keskivertokuluttajaa harhaan.<sup>176</sup> Periaatteessa taas pelkkä tiedon totuudenvastaisuuskin voisi aiheuttaa markkinoinnin sopimattomuuden, vaikkei kohderyhmässä aiheutuisi tästä johtuen mahdollisuutta harhaanjohtavuuteen. Tieto olisi siis sellainen, että objektiivisesti arvioiden kohderyhmän keskivertokuluttajakin ymmärtäisi sen totuudenvastaisuuden.

Ilmaisujen totuudellisuutta ja harhaanjohtavuutta arvioidaan siis kohderyhmän näkökulman perusteella.<sup>177</sup> Fiva on tästä hieman poiketen lausunut rahoitusvälineiden markkinointia koskien, että totuudellisuusvaatimusta arvioidaan objektiivisesti ja harhaanjohtavuutta arvioidaan markkinoinnin kohteena olevan henkilön tai henkilöryhmän näkökulmasta. Fivan näkemyksessä siis korostuvat enemmän totuudellisuusarvioinnin objektiivisuus ilman keskivertokuluttajan näkökulmaa. Harhaanjohtavuuden arvioinnissa taas on merkitsevää joko markkinoinnin kohteen subjektiivinen näkemys tai kohderyhmän keskivertokuluttajan näkökulma. Harhaanjohtavan seikan on kuitenkin oltava olennainen ja tämän olennaisuuden osalta asia ratkaistaan objektiivisesti arvioiden.<sup>178</sup>

---

<sup>175</sup> HE 113/2011 vp. s. 35.

<sup>176</sup> Mm. UCP-direktiivin 6 artiklan kohdan 1 sanamuodosta käy ilmi käsitteiden asema toistensa suhteen: ”kaupallista menettelyä pidetään harhaanjohtavana, jos se sisältää virheellistä tietoa ja on siten totuuden vastainen tai jos se millään tavoin, yleinen esitystapa mukaan luettuna, harhauttaa tai on omiaan harhauttamaan keskivertokuluttajaa, vaikka tieto olisikin tosiasiallisesti virheetön...” myös MAO 223/2004 ”Käsitteenä harhaanjohtavuus oli kuitenkin alaltaan totuudenvastaisuutta laajempi.”

<sup>177</sup> Virtanen 2010 s. 135-136. Lisäksi mm. MT katsoi, että harhaanjohtavuutta arvioidaan kohderyhmän näkökulmasta ratkaisussaan 1983:001 koskien kurssin työttömille kohdistettua mainontaa.

<sup>178</sup> Fiva standardi 2.2 s. 15. Kumottu Ratan ohje 201.2 arvopaperien markkinoinnissa noudatettavasta menettelystä esittää, että ”totuudenvastaisuus arvioidaan objektiivisesta näkökulmasta ja harhaanjohtavuutta arvioidaan sijoitus päätöstä tekevän henkilön näkökulmasta, jonka lisäksi otetaan huomioon objektiivinen näkökulma”. Tässä siis jätetty vielä huomioimatta sijoitus päätöksiä tekevä *henkilöryhmä*. Asiasta myös Hoppu 2004 s. 210.

Tosiasiaväitteiden osalta lainmukaisuusarviointi lähtee kysymyksestä, onko markkinoinnissa yleensä esitetty tosiasiaväitteitä<sup>179</sup>. Mikäli tosiasiaväitteitä on esitetty, markkinaoikeudellisten periaatteiden mukaan markkinoijan on pystyttävä näyttämään esittämänsä väitteet toteen. Tosiasiaväitehän koskee yleensä jotain mitattavaa, arvioitavissa olevaa väitettä, joka on toteen näytettävissä<sup>180</sup>. Hoppu esitteli kirjassaan KA:n kannanoton sijoituspalvelun markkinointiin liittyvään mahdolliseen tosiasiaväitteeseen. KA:n mukaan kärjistetty tosiasiaväite talletustilillä olevien varojen hyödyttömyydestä ”Terve raha ei nuku” ei ollut lain tarkoittamalla tavalla harhaanjohtava. Mainos ei antanut suoraan harhaanjohtavaa kuvaa *tuotteesta* eikä myöskään jättänyt siitä mitään olennaista kertomatta. ”Terve raha ei nuku” ei ollut toteennäytettävä tosiasiaväite.<sup>181</sup>

Tyypillisiä toteennäytettäviä tosiasiaväitteitä ovat esimerkiksi mainonnassa käytettävät adjektiivit ja niiden vertailuasteet. Rahasto-osuuden markkinoinnissa väitteet tuottava, halpa tai tuottavin sekä halvin ovat tällaisia tosiasiaväitteitä, jotka on pystyttävä näyttämään toteen. Myös erilaisten subjektiivisten arvostelmien käyttö voi objektiivisesti arvioiden näyttää tosiasiaväitteeltä, jos ilmaisussa ei ole selkeästi tuotu esille sen subjektiivisuutta. Tällainen subjektiivinen omien tuotteiden kehuminen eli kaupallinen kehuminen on kuitenkin lähtökohtaisesti sallittua eikä siihen sovelleta totuudellisuusvaatimuksen normeja. Kaupalliseen kehumiseen tulisi kuitenkin suhtautua pidättyväisesti tuoteryhmissä, joissa lainmukaisuusarviointi on jo lähtökohtaisesti normaalia tiukempaa, kuten rahasto-osuuksien markkinoinnissa<sup>182</sup>. Tiedon totuudellisuutta arvioitaessa merkitystä ei ole toimijan tarkoituksella ja pyrkimyksellä. Totuudellisuusvaatimuksen rikkominen ei siis edellytä tahallisuutta markkinoijan puolelta.

Kuten sanottu, harhaanjohtavuus on totuudenvastaisuutta laajempi käsite. Tieto on harhaanjohtavaa, kun se on sinällään oikea, mutta esittämistapa tai esittämisyyhteys tekee siitä kuluttajan näkökulmasta harhaanjohtavan.<sup>183</sup> Tällaisia harhaanjohtavia tapoja markkinoinnissa voivat olla esimerkiksi epäolennaisten seikkojen esittäminen, markkinoinnin moniselitteisyys<sup>184</sup> tai jonkin olennaisen tiedon kertomatta jättäminen. Sijoitusrahastodirektiivin 77 artiklassa säädetään, että sijoittajille suunnatun mainonnan tulee olla asiallista ja selkeää eikä se saa olla harhaanjohtavaa. Mainonta ei

---

<sup>179</sup> Hoppu 2004 s.199.

<sup>180</sup> Virtanen 2010 s. 134.

<sup>181</sup> Hoppu 2004 s. 199: KA 2001/40/5255, Kuluttajansuoja 3/2002 s. 19.

<sup>182</sup> Hoppu 2004 s. 250.

<sup>183</sup> Paloranta 2008 s. 40.

<sup>184</sup> APL katsoi ratkaisusuosituksessaan, että sijoittajan kokemattomuus huomioonottaen rahasto-osuuden markkinoinnin ristiriitaiset tiedot olivat omiaan aiheuttamaan taloudellista vahinkoa aiheuttaneen sijoituspäätöksen. APL 129/09.

saa olla ristiriitaista avaintietoesitteen tai tarjousesitteen kanssa eikä se saa vähentää niiden merkitystä. Tästä voidaan päätellä, että esitteiden kanssa ristiriitaista tietoa sisältävä markkinointi ja epäselvä markkinointi voidaan katsoa aina harhaanjohtavaksi. Harhaanjohtavaksi mainonta voi edellä mainitun mukaisesti muodostua myös, jos markkinoinnissa keskitytään hyödykkeen kannalta epäolennaisiin seikkoihin. Rahasto-osuudetkin on myytävä niiden omien ominaisuuksien perusteella siirtämättä huomiota pois markkinoitavasta hyödykkeestä. KA on asiaan liittyen lausunut ohjeessaan yksilöityjen eläkevakuutusten markkinoinnista, että mainoksen pääsanomana on oltava vakuutus eikä sen ottamisesta (ohjeen antamishetkellä) koituvat veroedut<sup>185</sup>.

Rahasto-osuuksien markkinoinnissa harhaanjohtavaksi voi muodostua yleisesti käytetty vertailuindeksien tai rahastojen keskinäisen vertailun käyttö, jos vertailukohde on vääränlainen. Edellä mainittuja ominaisuuksia, jotka voivat aiheuttaa markkinoinnin harhaanjohtavan luonteen, arvioidaan kohderyhmän eli sijoittajien tai potentiaalisten sijoittajien subjektiivisen näkemyksen mukaisesti ottaen huomioon objektiivisesti arvioiden ominaisuuksien olennaisuus markkinoinnissa.

Tiedon totuudenvastaisuutta ja harhaanjohtavuutta arvioidaan kolmivaiheisesti. Oikeuskäytännöstä selviää, että oletuksena ei ole se, että vastaanottaja lukee mainoksen kokonaisuudessaan läpi. Ensivaiheen vaatimuksena on, että mainoksesta tulee saada olennaiset tiedot lukaisemalla se pikaisesti läpi<sup>186</sup>. Vaikka mainoksesta saisikin ensi silmäyksellä oikean vaikutelman, voi se kuitenkin olla totuudellisuusvaatimuksen vastainen, jos se toissijaisella tutkimisella on omiaan johtamaan harhaan tai on totuudenvastainen. Kolmanneksi mainontaa arvioidaan saman elinkeinonharjoittajan samanaikaisten mainoskampanjoiden aiheuttaman kokonaisvaikutelman perusteella. Tämä liittyy sanoman vastaanottajan taipumukseen ryhmitellä ärsykkeet aikaisempaan kognitiiviseen rakenteeseen, eli mainossanoman kontekstissa vastaanottaja rakentaa mainoksesta sekä aikaisemmin kohtaamistaan saman elinkeinonharjoittajan mainoksista kokonaiskuvan.<sup>187</sup> Näin markkinoinnin tai markkinointikampanjan kokonaiskuva voi lainmukaisuusarvioinnissa osoittautua sopimattomaksi, vaikka yksittäiset osat olisivatkin yksittäisten säädösten mukaisia.

---

<sup>185</sup> KA:n ohje yksilöityjen eläkevakuutusten markkinoinnista kohta 7.

<sup>186</sup> Esim. MT katsoi todellisen vuosikoron ilmoittamiseen liittyen, että korkoa koskeva maininta on tehty niin pienellä tekstillä ja muutoinkin siten, että se on saattanut jäädä mainoksia tavalliseen tapaan silmäilevältä kuluttajalta kokonaan huomaamatta. Mainoksen oli siis nopealla silmäilyllä annettava oikeanlaiset tiedot vuosikorosta. MT 1998:008. Myös Mäkinen-Paloranta-Pokela-Vuori 2006 s. 63.

<sup>187</sup> Hoppu 2004 s. 206 ja 74.

Markkinoinnin sopimattomuutta arvioidaan aina sen luoman yleisvaikutelman perusteella.<sup>188</sup> Tällainen kokonaisarviointi voi antaa mainostajalle myös tilaa siten, ettei jokaisen markkinointitoimen yhteydessä tarvitse antaa kaikkia tietoja. Kohderyhmän kannalta keskeiset ja tarpeelliset tiedot on kuitenkin annettava. Esimerkiksi televisiomainonnan sanoman on katsottu olevan kotiympäristössä sen verran vaikeaa, että televisiomainontaa tulee arvioida tiukasti. Erityisesti tämä korostuu heikkojen kuluttajaryhmien ollessa kyseessä. Tiettyjen tuoteryhmien, kuten esimerkiksi rahasto-osuuksien markkinointiin, lyhyt televisiomainos ei välttämättä sovellu ollenkaan. Mainosaika ei riitä tarvittavan informaation kertomiseen ja mainos muodostuu helposti harhaanjohtavaksi. Lyhyellä televisiomainoksella voi kuitenkin markkinoida yleisluontoisesti, esimerkiksi rahastosijoittamista yleisesti, kunhan yksityiskohtaiset tiedot tuotteista annetaan muun markkinoinnin yhteydessä.<sup>189</sup> Pitkän televisiomainoksen, kuten esimerkiksi ostoskanavan yhteydessä esitetyn rahasto-osuuksia mainostaneen ”sijoitusohjelman”, kohdalla tulee taas huolehtia siitä, että esille tulee sen kaupallinen tarkoitus SRL 89.2 §:n mukaan. Mainos on siis erotettava toimituksellisesta aineistosta. Olennaista pitkässäkin mainoksessa on sen kaupallisen luonteen selvittämisen lisäksi sen tarjoama kokonaiskuva sijoittajalle.

Seuraavassa on esitetty muutamia markkinointikeinoja, joiden käyttämisessä markkinoijan on oltava erityisen tarkkana, ettei markkinointi muodostu totuudenvastaiseksi tai harhaanjohtavaksi sijoittajan kannalta.

#### 5.4.2 Hintaan liittyvät ilmaisut

Rahasto-osuuden hinta on sijoitusrahaston sijoitusten käypä markkina-arvo jaettuna rahasto-osuuksien markkina-arvolla. Hinta määräytyy siis tehtyjen rahastomerkintöjen sekä niistä sijoituksissa aiheutuneiden tuottojen mukaan ilman rahastoyhtiön määräysvaltaa. Rahasto-osuuden hinta ei siten ole kilpailukeino markkinoilla, vaikkakin historiallinen tuotto eli menestys voikin olla tietynlainen markkinointikeino. Yleisestikin hintojen vaihtelusta ja niiden markkinaehtoisuudesta johtuen sijoitustuotteiden markkinoinnissa on jouduttu tekemään poikkeuksia hintoja koskevista yleisistä kuluttajaoikeudellisista periaatteista. Arvopapereiden hinnan ilmoittaminen hintamerkintäasetuksen mukaisesti voisi tehdä markkinoinnista jopa harhaanjohtavaa, koska on mahdotonta esittää niille yhtä oikeaa konkreettista hintaa<sup>190</sup>. Toisaalta markkinointia ei myöskään voi hintailmoittelun osalta

---

<sup>188</sup> Mäkinen-Paloranta-Pokela-Vuori 2006 s. 63

<sup>189</sup> Hoppu 2004 s. 207-208.

<sup>190</sup> Hoppu 2004 s. 232-236.

kritisoida, jos ei tiedetä mikä on tuotteen tai palvelun oikea hinta. Sijoitustuotteen kohdalla ”oikea” hinta olisi lähinnä markkinoiden osoittama hinta.<sup>191</sup>

Kuluttajaoikeudellisesti ajatellen sijoittajalta perityt kulut ovat sen sijaan se hinta, johon hinta-ilmaisuja koskevaa sääntelyä voidaan soveltaa. Edelliset poikkeukset eivät vapauta sijoitusrahaston markkinoinnissa ilmoitusvelvollisuudesta näiden kulujen ilmoittamisesta. Rahastoyhtiö ja säilytisyhteisö tekevät tuloksensa perimiensä kulujen perusteella ja ne kulut ovat melko hankalasti sijoittajien hahmotettavissa. Rahastosijoittamista onkin paljon kritisoitu sen raskaasta ja monimutkaisesta kulurakenteesta, jossa kulut koostuvat useasta eri menoerästä ja sijoittajan on suoritettava ne sijoitusrahaston tuotoista riippumatta.

Sijoittajalta suoraan perittäviä kuluja ovat merkintä- ja lunastuspalkkiot sekä mahdollisesti rahasto-osuuden säilyttämisestä johtuvat kulut. Rahaston varoja rasittavat lisäksi hallinnointikulut sekä säilytisyhtiön perimät säilytyskulut, jotka siis maksetaan suoraan rahastosta.<sup>192</sup> Hallinnointipalkkioiden päälle saatetaan vielä periä ns., tuottosidonnaisia palkkioita, joiden tarkoituksena olisi kannustaa erityisen hyviin tuottoihin ja tietenkin antaa sijoittajille kuvan hyvästä ja aktiivisesta salkunhoitajasta<sup>193</sup>. Suomessa vallitsevan käytännön mukaan hallinnointipalkkio sisältää lähes kaikki hallinnoinnista perittävät kustannukset, mutta Suomessa markkinoitavien ulkomaisten sijoitusrahastojen hallinnointipalkkio ei välttämättä kata kaikkia hallinnoinnista johtuvia kuluja. Rahaston varoista veloitetaan vielä näiden lisäksi arvopaperinvälittäjille suoritettavat välitysmaksut, toimenpidemaksuja pyydettyistä toimenpiteistä sekä rekisteröintimaksu.<sup>194</sup>

Raskaimpia kulurakenteeltaan ovat rahastojen rahastot, jotka sijoittavat varat toisiin rahastoihin. Tällöin sijoitusta rasittavat näiden kaikkien rahastojen kulut. Edellisestä huomaten rahastoyhtiöt ja säilytisyhteisöt ovat kekseliäästi kehittäneet uusia yhä monimutkaisempia kulurakenteita parantaakseen tuottojaan ja tästäkin syystä on sijoittajansuojaa puoltavaa, että kulujen ilmoittamiseen sovelletaan kuluttajaoikeudellisia normeja.

Hintamerkintäasetuksen 4 §:n mukaan kulutushyödykkeen myynti- ja yksikkö hinnasta on markkinoinnissa ilmoitettava selkeällä ja yksiselitteisellä sekä kuluttajan kannalta helposti ymmärrettävällä

---

<sup>191</sup> Hemmo 2005 s.150.

<sup>192</sup> Sijoitusrahastojen kuluista mm. Pörssisäätiö 2012 s. 15-16.

<sup>193</sup> Käytännössä moni rahasto Suomessa pääsee nauttimaan tuottopalkkioita pelkästään markkinat seuraamalla. Möttölä 2010.

<sup>194</sup> Sijoitusrahastojen kuluista Fiva 12.11.2012.

ja havaittavalla tavalla. Myös erillisistä hyödykkeen hankintaan liittyvistä kustannuksista on ilmoitettava selkeästi. Asetuksen 11 §:n mukaan elinkeinonharjoittajan on asetettava maksuluettelo tai muu selvitys maksujen määräytymisperusteista kuluttajalle helposti havaittavaan paikkaan. Luettelossa on oltava esillä vähintään tavanomaiset maksut, jos täydellinen luettelo pystytään esittämään pyydettyäessä.

Sijoitusrahaston kuluina veloitetaan yleisesti prosenttimääräinen osuus kohteena olevasta rahamäärästä, esim. hallinnointikuluina rahaston varoista taikka lunastus- tai merkintähintana lunastuksen tai merkinnän arvosta. Lunastus- ja merkintäkustannukset voivat olla myös kiinteitä hintoja ja joskus käytetään näiden yhdistelmiä, kuten kiinteä minimihinta ja sen ylittävästä lunastuksesta tai merkinnästä tietty prosenttiosuus arvosta. Hintamerkintäasetuksen asettamia normeja ajatellen tällaiset eri tavoin koostuvat maksut ovat juurikin sellaisia, joiden määräytymisperusteista on tehtävä selvitys sijoittajille selkeällä ja yksiselitteisellä tavalla. Sijoitusrahaston markkinoinnissa annettavan avaintietoasiakirjan on komission avaintietoasetuksen KOM 583/2010 10 artiklan mukaisesti sisällettävä tiedot kuluista taulukkomuodossa. Taulukossa on esitettävä enimmäismäärät lunastus- ja merkintäkuluista, juoksevat kulut sekä erityisolosuhteissa perittävät maksut ja niiden määräytymisperusteet. Avaintietoasiakirjan antaminen ennen sijoituspäätöksen tekemistä voisi näin ajatellen täyttää hintamerkintäasetuksen vaatimukset.

Kuten muuhunkin kuluttajamarkkinointiin, myös rahasto-osuuksien kuluttajamarkkinointiin voi liittyä tarjouskampanjoita. Aika ajoin näkee esimerkiksi pankkien mainostavan tiettyjen rahasto-osuuksien merkitsemistä ilman merkintäpalkkioita. Tarjoukset tai alennukset koskevat merkintäpalkkioita, jotta saadaan potentiaalinen sijoittaja kiinnostumaan ja sitoutumaan rahastosijoittamiseen. Merkintäpalkkiothan ovat vain pieni osa kuluista, joten kampanjat ovat markkinoijan kannalta kohtuullisen hyviä houkutuskeinoja.

Yleensä kyseessä on lyhytaikainen ja tiettyä rahastoa koskeva kampanja, mutta joskus näkee myös kampanjoita, joissa kaikkia kyseisen rahastoyhtiön tai välittäjän tarjoamia rahastoja saa merkitä ilman kuluja pidemmällä aikavälillä. Pankit voivat myös tarjota omalle tiliasiakkaalleen jatkuvaa rahastosäästämistä ilman merkintäpalkkiota, jolloin joka kuukausi asiakkaan pankkitililtä tehdään tietynsuuruinen merkintä sijoitusrahastoon. Rahastosijoittamiseen liittyen kampanjoissa on yleensä markkinoitu nimenomaisesti ilmaista merkintää, mutta periaatteessa mahdollista olisi myös käyttää hinnan alennusta merkintähinnassa markkinointikeinona.

Alennusmyynnillä tarkoitetaan kampanjaa, jossa hinta on alennettu aikaisemmasta pyyntihinnasta. KSL rajoittaa tällaista alennusmarkkinointia, jotteivät markkinoijat voi johtaa kuluttajia harhaan niin, että kuluttaja kokee ostavansa edullisen palvelun, vaikka näin ei todellisuudessa ole. Taustalla on ajatus, että alennustyyppinen markkinointi koetaan yleisesti edulliseksi ja houkuttelevaksi, eivätkä kuluttajat välttämättä tarkista hinnan todellista edukkuutta vertailemalla.<sup>195</sup>

Tarjous eroaa kuluttaja- ja kilpailuviraston ohjeiden mukaan alennusmyynnistä siten, että sen kesto-aika on lyhyempi ja kampanjan jälkeen tuotteesta tai palvelusta peritään jälleen normaali hinta<sup>196</sup>. Virtasen mukaan erona on myös se, että alennusmyynneissä on kyse usean eri tuotteen hinnan alentamisesta ja tarjousten osalta jonkin tietyn tuotteen tarjoamisesta normaalia edullisemmalla hinnalla<sup>197</sup>. Keskeistä molemmissa on, että alennuksen on oltava todellinen ja alennettua hintaa verrataan yrityksen aiemmin tosiasiallisesti perimään hintaan<sup>198</sup>. Poikkeuksena on esimerkiksi uuden tuotteen lanseeraukseen liittyvä kampanja, jossa uusi tuote myydään ”tutustumistarjouksena” poikkeavaan hintaan. Tällaisia tutustumistarjouksiakin voidaan käyttää myös uuden sijoitusrahaston merkintähinnoissa lanseerauksen yhteydessä.

Alennusmyyntien kesto ei KSL:ssa ole määritelty, mutta oikeuskäytännössä on katsottu pitkään kestävä alennusmyynnin olevan harhaanjohtavaa. Ratkaisujen perusteluissa on lausuttu, ettei alennusmyynti voi olla jatkuvaa, koska alennetut hinnat muuttuvat tällöin pysyviksi hinnoiksi.<sup>199</sup> Kuluttajaviraston ohjeiden mukaan alennusmyyntejä saisi vuoden aikana olla yhteensä enintään kolme kuukautta<sup>200</sup>. Tämän aikarajan jälkeen markkinointi katsotaan sopimattomaksi harhaanjohtavuuden vuoksi.

Rahasto-osuuksia markkinoitaessa harvemmin käytetään termejä ”alennus” tai ”tarjous”, koska merkintähinnat yleensä poistetaan kampanjoissa kokonaan. Tällöin kyseiset aikarajat tai alennuksen määrä eivät ole merkityksellisiä. Markkinointikampanjoissa yleisesti suoraan mainitaan ”ilman merkintähintaa”, joten kampanjaa eivät koske alennusta ja tarjousta säätelevät normit ja ohjeet. Kuten aikaisemmin sanottu, on kuitenkin mahdollista markkinoida rahasto-osuuksien markkinointia normaalia alemmalla merkintähinnalla, jolloin kyseiset normit tulevat sovellettaviksi.

---

<sup>195</sup> Virtanen 2010 s. 164.

<sup>196</sup> Kuluttajavirasto 25.8.2010.

<sup>197</sup> Virtanen 2010 s. 165.

<sup>198</sup> Virtanen 2010 s. 164 ja Mäkinen-Paloranta-Pokela-Vuori 2006 s. 82-83.

<sup>199</sup> esim. MT 18:1991, 17:1993, 13:2001 ja MAO 204:2004, 654:2009.

<sup>200</sup> Kuluttajavirasto 1993 s. 2.



### 5.4.3 Tosiasiaväitteet ja arvostelmat markkinoinnissa

Sijoittaja saa tietoa rahastoista markkinoinnin kautta. Markkinointi sisältää objektiivisesti mitattavaa informaatiota sekä luonnollisesti kehumista eli subjektiivisia väittämiä markkinoinnin kohteesta. Informaation eli faktoina esitettyjen asioiden, tosiasiaväitteiden, tulee olla totta. Tarvittaessa tosiasiaväitteet on jopa pystyttävä näyttämään toteen erilaisin testein. Ratkaisutoiminnassa on kaupallisen kehumisen yhteydessä ajoittain kuitenkin poikettu markkinoinnin totuudellisuusvaatimuksesta.<sup>201</sup>

Matkapuhelinliittymien markkinoinnissa käytetty ilmaisu ”Halvin ja yksinkertainen. Siksi paras.” katsottiin harhaanjohtavaksi ja totuudenvastaiseksi. Markkinoija ei kyennyt näyttämään tosiasiaväitteen ”halvin” paikkansapitävyyttä kun vertailtiin yleisesti matkapuhelinliittymiä. ”Yksinkertainen” ja ”paras” eivät sinänsä olleet sellaisia tosiasiaväitteitä, jotka pitäisi näyttää toteen. Ne ovat luonteeltaan yleisiä ja viittaavat makuasioihin, jolloin kaupallisena kehumisena niitä on pidettävä lähtökohtaisesti sallittuina. Kuitenkin termien käyttö kyseisellä tavalla mainoksessa aiheutti sen, että niiden katsottiin olevan luonteeltaan harhaanjohtavia ja totuudenvastaisia. (MAO 238:05)

Kaupallisessa kehumisessa saa siten käyttää subjektiiviseen arviointiin liittyviä laatusanoja, jotka ovat luonteeltaan yleisiä. Oletuksena on, etteivät kuluttajat pidä niitä faktisina väitteinä, vaan tietävät niiden olevan normaalia kaupallista kehumista.

Huomattavan taloudellisen riskin sisältävien tuotteiden ja palvelujen, kuten sijoitustuotteiden, markkinoinnissa subjektiivisten arvostelmien ja kaupallisen kehumisen käyttämiseen on suhtauduttu pidättyväisesti. Markkinoinnin kokonaisvaikutelmasta tulee helposti sopimaton, kun huomioidaan, että sijoitustuotteiden markkinoinnin lainmukaisuusarviointi on lähtökohtaisesti tiukkaa.<sup>202</sup>

Väitteet sijoitusrahaston riskittömyydestä ovat yksiselitteisesti kiellettyjä totuudenvastaisina. Lisäksi erilaiset epäsuorat vihjaukset riskittömyyteen ovat sopimattomia. Fiva on ohjeessaan sijoituspalvelujen ja –välineiden markkinoinnista todennut, että riskittömyyteen viittaavat väittämät tai sanonnat ovat harhaanjohtavia samoin kuin vetoaminen tuotteen turvallisuuteen ilman riskien esille

---

<sup>201</sup> Tosiasiaväitteistä ja kaupallisesti kehumisesta Hoppu 2004 s. 246-250 sekä tosiasiaväitteistä Virtanen 2010 s. 143.

<sup>202</sup> Hoppu 2004 s. 250-251.

tuomista. Lisäksi tuotteen ominaisuudet tulisi esittää mahdollisimman tasapuolisesti ja riskit tuoda esiin selkeästi. Riskejä ei saa siten esittää esimerkiksi muuta tekstiä pienemmällä tekstillä.<sup>203</sup>

Tähän liittyen myös KSL:n 2 luvun 7 §:ssä on kielletty olennaisten tietojen antamatta jättäminen. Olennaisilla tiedoilla tarkoitetaan tietoja, jotka kuluttaja tarvitsee kulutuspäätöksen tekemiseksi ja joiden puuttuminen johtaisi kuluttajan kannalta vääränlaisen päätöksen tekemiseen. Sijoitus-  
tuotteiden, kuten sijoitusrahastojen, luonteeseen kuuluu markkinariski, jolloin se on olennainen päätöksentekoon vaikuttava ominaisuus.

Sijoitusrahaston markkinoiminen pääomaturvattuna on myös kiellettyä, koska se on totuuden-  
vastaista. APL on huonojen finanssivuosien jälkeen ottanut useasti kantaa tapauksiin, joissa sijoit-  
tajat ovat sijoitusten arvon laskettua katsoneet markkinoijan menetelleen virheellisesti. Tapauksissa  
on kuitenkin ratkaisevaksi noussut annettu markkinointi- ja tiedonantovelvollisuuteen liittyvä mate-  
riaali ja sijoittajan oma selonottovelvollisuus<sup>204</sup>.

Sijoittajat sijoittivat kolmeen eri korkorahastoon ja sijoitusten arvon laskettua katsoi-  
vat, että pankki oli menetellyt virheellisesti sijoitusneuvonnassa. Sijoittajat kertoivat  
olleensa siinä käsityksessä, että sijoitukset ovat pääomaturvattuja. APL katsoi suosi-  
tuksessaan, ettei pankki ollut menetellyt niin, että sijoittajat olisivat oikeutettuja kor-  
vaukseen. Perusteluina olivat tarjotut dokumentit, joissa oli esitelty rahastojen riskit  
eikä niissä ollut erityisiä mainintoja pääomaturvasta. Lisäksi pääomaturvan osalta lau-  
suttiin, ettei sijoitusrahastoja yleensä markkinoida pääomaturvattuina. (APL 432/09)

#### 5.4.4 Vertaileva markkinointi

Vertaileva markkinointi on lähtökohtaisesti sallittua, jos se on asiallista ja totuudenmukaista. Ver-  
tailun on katsottu lisäävän kuluttajien tiedonsaantimahdollisuuksia ja lisäävän kilpailua.<sup>205</sup> Vertaile-  
vasta markkinoinnista on säädetty SopMenL:n 2 a §:ssä ja KSL:iin on jätetty vain sekaannuksen  
vaaraa koskeva 2 luvun 5 §. Sopimatonta on, jos sekaannuksen vaara johtaa siihen, että sijoittaja te-

---

<sup>203</sup> Fiva standardi 2.2 s. 15-16.

<sup>204</sup> Mm. APL 7/11 ja APL 5/10.

<sup>205</sup> HE 79/2000 2. Nykytilan arviointi, 2.3 Vertaileva mainonta.

kee päätöksen, jota hän ei ilman markkinointia olisi tehnyt<sup>206</sup>. Vertailevaa markkinointia koskevan säännöksen siirtäminen SopMenL:iin tarkoittaa käytännössä, että yksityiskohtaisempi sääntely vertailevasta markkinoinnista soveltuu ainoastaan silloin, kun vertaileva markkinointi on muutoin kuin sekaannuksen vaaran vuoksi haitallista toisen *elinkeinonharjoittajan* kannalta. Toisaalta ajatellen vertaileva markkinointi voi kuitenkin olla totuudenvastaista tai harhaanjohtavaa, jolloin sitä voidaan arvioida mm. SRL 89 §:n mukaisesti.

Rahasto-osuuksien markkinoinnissa vertailevaa markkinointia voisi käyttää esimerkiksi historiallisten tuottojen tai rahaston kulujen vertailussa. Olennaista on, ettei vertailu ole totuudenvastaista tai harhaanjohtavaa ja että se pystytään näyttämään toteen<sup>207</sup>. Aineiston on oltava toisiinsa verrattavissa ja vertaillun kohteen kokonaisuuden kannalta relevantti ominaisuus.

KA on ohjeessaan eläkevakuutusten markkinoinnista katsonut, että eläkevakuutuksen vertaaminen lyhyessä markkinointimateriaalissa muihin säästö- ja sijoitusmuotoihin on yleensä harhaanjohtavaa erilaisesta käyttötarkoituksesta johtuen<sup>208</sup>. Sijoitusrahastojen markkinoinnin kannalta on myös ajateltavissa, ettei rahasto-osuuksien tuottoja tai kuluja voi vertailla esimerkiksi pankkitalletuksiin. Sijoitusrahastoja voi kuitenkin verrata toisiinsa, koska ne ovat luonteeltaan samanlaisia, jolloin lyhyessäkin materiaalissa mahtuisi selvittämään vertailun kohteet ja niiden väliset erot. Tällöinkin vertailussa tulisi esittää sijoitusrahastojen vertailtavat asiat tasapainoisesti ja tasapuolisella tavalla eikä harhaanjohtavasti saisi kiinnittää huomiota vain vertailun tekijän kannalta edullisiin seikkoihin.<sup>209</sup> Esimerkiksi sijoitusrahastojen tuottoja vertailtaessa ei voisi vertailukohteeksi ottaa lyhyttä aikajännettä, jolloin rahasto on tuottanut toista paremmin, jos pitkällä aikavälillä samainen rahasto on tuotossa hävinnyt vertailtavalle rahastolle<sup>210</sup>. Fivan uusissa ohjeissa on vertailun pituudeksi ohjeistettu vähintään vuoden mittainen ajanjakso, joka prosenttiosuuksin vertailtaessa olisi tasavuosi.<sup>211</sup>

SopMenL:n 2 a §:n vertailua koskeva säännös on poikkeuksellinen normi markkinointioikeudessa. Säännös sisältyi aikaisemmin KSL:iin, mutta siirrettiin SopMenL:iin vuoden 2008 sopimattomia

---

<sup>206</sup> HE 32/2008 s. 23.

<sup>207</sup> Fiva ohjeluonnos x/2012 kohta 24 s. 12. KKO 2011:42 Teleoperaattorit ovat täyttäneet markkinointia koskevat vaatimukset kun vertailu on perustunut puolueettomasti tehtyyn tutkimukseen.

<sup>208</sup> KA 1997 s. 4.

<sup>209</sup> Fiva ohjeluonnos x/2012 kohdat 26, 27 ja 30 s. 12-13.

<sup>210</sup> Koivumäki-Häkkänen 2011 s. 107 yksityiskohtaisesta ja kokonaisvertailusta.

<sup>211</sup> Fiva ohjeluonnos x/2012 kohta 31 s. 13.

kaupallisia menettelyjä koskevan direktiivin täytäntöönpanon yhteydessä. Katsottiin, että sekaannusvaaraa lukuun ottamatta säännös koskee lähinnä elinkeinonharjoittajien välisiä suhteita ja joka tapauksessa markkinointia voidaan arvioida molempien lakien säännösten mukaan<sup>212</sup>. Erityislaatuista SopMenL:n vertailua koskevassa säännöksessä on sen 3 momentti, jonka mukaan *muutoin kuin vertailun osalta* vertailevaan markkinointiin sovelletaan mitä muualla laissa säädetään markkinoinnista ja mainonnasta. Tällä tarkoitetaan sitä, että vertailun osalta markkinointiin ei sovelleta SopMenL:n markkinointia koskevia muita säännöksiä eli markkinointia ei voida kieltää vertailun osalta sopimattomana, jos se täyttää 2 a §:n vertailua koskevat vaatimukset<sup>213</sup>.

#### 5.4.5 Sijoittajan vastuullisuuteen vetoaminen

Vastuullinen kuluttajuus on ollut jonkinlaisena trendinä maailmalla ja myös rahastoyhtiöt ovat kehittäneet erilaisia eettisiä rahastoja sijoittajille. Vastuullisella sijoittamisella tarkoitetaan tässä sitä, että sijoittaja pyrkii sijoituksen taloudellisen hyödyn saavuttamisen lisäksi ylläpitämään omia eettisiä, esimerkiksi luontoon tai sosiaaliseen ympäristöön liittyviä, arvojaan myös sijoitustoiminnassa.

Eettiselle sijoittamiselle ei sen nousutrendistä huolimatta ole olemassa yhtenäistä määritelmää. Perinteisesti eettiseksi on katsottu sijoittaminen, jossa vältetään sijoituksia mm. tupakka-, ase- ja seksiteollisuuteen. Laajempänä näkökulmana on valita sijoituskohteiksi yrityksiä, jotka suoriutuvat hyvin velvoitteistaan ja ottavat huomioon ympäristön, ihmiset ja muun etiikan toiminnassaan.<sup>214</sup> Sijoitusrahastojen kontekstissa aiheuttaa problematiikkaa se, että eettisyyden määritelmän tekee rahasto itse valikoidessaan sijoituskohteitaan. Sijoitusrahaston eettisyys on siten sen oma subjektiivinen näkemys. Ongelmaksi voivat nousta myös kulttuurierot määriteltäessä yritysten eettisyyttä, toteaa Markku Savikko Finanssialan keskusliitosta.<sup>215</sup>

Markkinoinnin kannalta eettisyysväitteet voivat aiheuttaa sopimattomuuden, mikäli niitä käytetään totuudenvastaisesti tai harhaanjohtavasti markkinointikeinoina. Sijoittamisen tulisi olla myös tosiasiallisesti eettistä. Lisäksi sijoitusrahaston tulisi markkinoinnissa tuoda selkeästi esiin minkälaisia eettisiä mittapuita se käyttää sijoitustoiminnassaan.<sup>216</sup> Markkinoijan kannalta haasteellista voi myös olla vaikeus löytää kaikille sopivia eettisiä sijoituskohteita, joilla saadaan kilpailukykyinen tuotto.

---

<sup>212</sup> HE 32/2008 s. 23.

<sup>213</sup> Asiaan liittyen myös Hoppu 2004 s. 222.

<sup>214</sup> Hoppu 2004 s. 279.

<sup>215</sup> Matilainen 2010.

<sup>216</sup> Hoppu 2004 s. 279- 280.

Eettiseen sijoittamiseen viittaavien markkinointiargumenttien käyttämiseen ei ole annettu erillistä ohjeistusta eikä asiasta ole juurikaan oikeuskäytäntöä. Hoppu lähtee etsimään analogia-apua eettisten argumenttien arviointiin ympäristöargumentteja sisältävästä markkinoinnista sekä KA:n ympäristömarkkinointia koskevasta ohjeesta. Hänen mukaansa apua saadaan mm. arvioitaessa eettisten argumenttien merkitystä kokonaisuuden kannalta, käytettyjen termien yksilöintiä, markkinoinnin kokonaiskuvaa, tosiasioiden esittämistä sekä termien käyttämistä.<sup>217</sup>

## 5.5 Aggressiiviset menettelyt markkinoinnissa

Rahasto-osuuksien markkinoinnin kontekstissa on relevanttia pohtia KSL 2 luvun 9 pykälän kieltoa käyttää aggressiivisia menettelyjä markkinoinnissa tai asiakassuhteessa. Sijoitusrahastosijoittamista on viimeisen kymmenen vuoden aikana markkinoitu hyvin aktiivisesti ja jotkut asiakkaat ovat jopa voineet kokea markkinoinnin ahdistavaksi tai harhaanjohtavaksi. Tästä kertovat myös esimerkiksi kuluttajasijoittajien APL:lle tekemät hakemukset rahastosijoittamista ja sijoituspalveluja koskevan markkinoinnin ja menettelyn oikeellisuuden ratkaisemiseksi. Toisaalta kannustinpalkkaus houkuttelee työntekijöitä aktiiviseen myyntityöhön, jolloin liiallinen hyökkäävyys voi lipsahtaa aggressiivisuuden puolelle, vaikka markkinointi sinänsä ei olisi harhaanjohtavaa, totuudenvastaista tai muiden sopimatonta.

Aggressiivisinä menettelyinä on KSL 2 luvun 9 pykälän mukaan kielletty sellainen kuluttajan painostaminen, mikä johtaa kuluttajan tekemään päätöksen, jota hän ei ilman painostamista olisi tehnyt. Menettelyn aggressiivisuutta arvioitaessa otetaan huomioon

- menettelyn ajoitus, paikka, luonne ja kesto
- uhkaava tai halventava kielenkäyttö tai käyttäytyminen
- kuluttajan vastoinkäymisten tai muiden sellaisten henkilöön liittyvien seikkojen hyväksikäyttö, jotka heikentävät kuluttajan arvostelukykä
- sopimukseen tai lakiin perustuvien kuluttajan oikeuksien käytön hankaloittaminen
- uhkaus ryhtyä toimiin, jotka eivät ole lain mukaan sallittuja.

Valtioneuvoston asetuksessa 601/2008 selvennetään KSL:n säännöksiä harhaanjohtavuuden ja aggressiivisten menettelyjen osalta. Aggressiiviseksi menettelyksi katsotaan 2 pykälän mukaan sel

---

<sup>217</sup> Hoppu 2004 s. 280.

laisen vaikutelman antaminen, ettei kuluttaja voi poistua ennen kuin hän on tehnyt sopimuksen. Myös sinnikkäät ja ei-toivotut yhteydenotot eri välineillä on katsottava sopimattomiksi.

Lähtökohtaisesti sijoitusrahastojenkin etämarkkinointi on sallittua KSL 6 a luvun mukaisesti. Sijoitusrahastoja ja niiden rahasto-osuuksia markkinoidaankin yleisesti eri pankkien ja pankkiiriliikkeiden suorittamalla puhelinmarkkinoinnilla, joissa on usein tavoitteena saada potentiaalinen sijoittaja tulemaan markkinoijan konttoriin tapaamiseen. Markkinointi muuttuu sopimattomaksi, jos kuluttajan kieltä ei kuunnella ja häntä painostetaan joko etämyyntivälineillä tai henkilökohtaisesti niin, että hänelle tulee vaikutelma, ettei hän voi poistua paikalta tekemättä sopimusta. Lähtökohtana on kuluttajan kokemus asiasta, hänen saamansa vaikutelma ja hänen tahtonsa asiassa.

Sopimattomina aggressiivisina menettelyinä pidetään myös lapsiin kohdistuvaa suoraa kehotusta ostaa hyödyke, voittamiseen liittyvän väärän vaikutelman antamista tai laiminlyöntiä noudattaa kuluttajan kehotusta poistua tämän kotoa sekä sitä, että antaa kuluttajalle vaikutelman, jonka mukaan markkinoijan toimeentulo on sidottu kuluttajan tekemään ostopäätökseen.<sup>218</sup>

## **5.6 Riskinhajautukseen liittyvät erityiset markkinointivaatimukset**

Sijoitusrahasto saa poiketa säädetystä riskinhajautuksesta, mikäli tästä on maininta säännöissä sekä markkinointiaineistossa SRL 90 ja 91 §:n mukaisesti. Tällainen ns. erikoissijoitusrahasto on normaalia rahastoa riskisempi sijoitus. Sen markkinointiaineistosta on ensiksikin käytävä selville ne seikat, joiden vuoksi rahastoa pidetään erikoissijoitusrahastona. Kyseisen normin myötä sijoittajalla on parempi mahdollisuus analysoida riskin määrää, kun hän tietää mihin riski perustuu. Lisäksi markkinointiaineistossa on selkeästi ilmoitettava, että varat voidaan sijoittaa yhden liikkeeseen laskijan arvopapereihin ja yksilöitävä taho, jonka liikkeeseen laskemiin tai takaamiin arvopapereihin aiotaan sijoittaa tai on sijoitettu yli 35 % varoista.

Uusi UCITS IV-direktiivi mahdollisti master-feeder -rakenteen UCITS –rahastoille. Aikaisemmin vain erikoissijoitusrahastoilla oli mahdollisuus poiketa sijoitusrahastodirektiivin mukaisista riskien hajauttamisen vaatimuksista, mutta uudistuksen myötä myös UCITS –rahasto voi olla ns. syöttörahasto<sup>219</sup>. Syöttörahasto on rahasto, jonka varoista vähintään 85 % sijoitetaan toisen sijoitusrahaston tai yhteissijoitusyrityksen (kohderahaston) osuuksiin. Syöttörahaston markkinoinnissa on

---

<sup>218</sup> VN 601/2008 2 §.

<sup>219</sup> HE 113/2011 vp. s. 37.

SRL 115 j §:n 3 momentin mukaan ilmoitettava tästä 85 %:n sijoitusosuudesta kohderahaston rahasto-osuuksiin.

## 6 LOPUKSI

Sijoitusrahastosijoittaminen on yleistynyt ja arkipäiväistynyt suomalaisten kuluttajasijoittajien keskuudessa. Viime vuosina markkinaympäristö on kokenut monenlaisia muutoksia ja markkinointilainsäädäntö on rahastosijoittamisen suosion sekä finanssikriisin seurauksena vasta löytämässä nykyaikaisille markkinoille soveltuvat suuntaviivat. Lainsäädäntö on ollut hajanaista, heterogeenista ja tulkinnanvaraista ja sen vuoksi epävarmaa markkinoilla toimiville.

Sijoitusrahaston markkinoinnin lainmukaisuutta arvioitaessa törmätään ensimmäiseksi kysymyseen, onko toiminta markkinointia. Markkinoinnin sääntelyn, kuten muutoinkin lainsäädännön, ongelmana on lain ja ohjeiden sitoutuminen kielelliseen ilmaisuun, joten vaikeutena on muodostaa sellainen kielellinen representaatio, jolla pystytään antamaan normille haluttu merkityssisältö. Vaikeuksia lainsäätäjälle luo myös markkinoinnin uusiutuva ja innovatiivinen maailma.

Kun ajatellaan liiketaloudellisen määritelmän kehitystä, niin huomataan, ettei esimerkiksi 1970-luvulla säädetyn KSL:n määritelmä olisi voinutkaan vastata nykyajan vaatimuksiin. Tulkinta-apuna käytettyjen lakien esitöidenkin antamat sisällöt ovat omien aikojensa kuvia ja ehkäpä liian suppeita nykyisen liike-elämän ja tämän päivän oikeusvaltion tarpeisiin. Markkinointioikeudessa on yleisesti ratkaistu probleema jättämällä markkinoinnin määritelmä avoimeksi ja markkinointia koskevassa sääntelyssä on muutoinkin pitäydytty ajan mukana elävien yleissäännösten maailmassa. Tulkinta on antanut suuntaviivat normisisällöksi, mutta se muotoutuu myös tapauskohtaisesti tiettyjen tulkinta-periaatteiden puitteissa. Markkinoinnin määritelmää pohdittaessa lähtökohtana on kuitenkin, että tulkinta on laajaa.

Sijoitusrahasto-osuudet ovat luonteeltaan erityislaatuista hyödykkeitä. Niiden taloudellinen aspekti ja monimutkaisuus yhdistettynä kuluttajiin sijoittajina aiheuttavat lainsäädännölle ja tulkinnalle paineita korostetusta sijoittajansuojasta. Toisaalta paineet pitää arvopaperimarkkinat tehokkaina ja kustannukset pieninä puoltavat vähäisempää interventiota markkinoille. Liian löyhä tai liian tiukka sääntely saattaa vähentää markkinoiden tehokkuutta. Sijoittajat voivat alkaa välttämään sijoittamista tai vaihtoehtoisesti kustannukset kasvavat rahastoyhtiöille liian suuriksi.<sup>220</sup> Esimerkiksi vapaan

---

<sup>220</sup> Turtiainen 2004 s. 12.



markkinoinnin salliminen voisi johtaa viestitulvaan ja harhaanjohtavaan markkinointiin<sup>221</sup>. Lisääntyvä informaatio voisi tuottaa ongelmia ilman tiedon harhaanjohtavuuttakin kun sijoittajan olisi vaikeaa muodostaa informaatiotulvasta oikeaa tietoa<sup>222</sup>. Toisaalta taas markkinoinnin totaalinen kieltäminen ei edistä kummankaan, sijoittajan tai rahastoyhtiön, asiaa, vaan luo tehottomuutta<sup>223</sup>. Sijoittaja ei silloin saisi tarvitsemaansa tietoa ja sijoitusrahasto jäisi vaille merkintöjä. Loppu tulemana on, että markkinointi on lähtökohtaisesti sallittua, mutta tiettyjä markkinointitoimia on pidetty sopimattomina. Markkinointilainsäädännön ja sen tulkinnan on siten tasapainoiltava sijoittajansuojan ja markkinoiden tehokkuuden välillä, jotta Suomi pysyy kilpailukykyisenä hyvinvointivaltiona

Sijoitusrahastosijoittajien suojaamisen ongelmana on ollut kulurakenteen raskaus ja monimutkaisuus sekä kuluttajasijoittajien suuri määrä. Sijoittajalla ei ole ollut faktista mahdollisuutta ja kompetenssia arvioida kulujen suuruutta ja vertailla eri sijoitusrahastoja tehdäkseen parhaat mahdolliset sijoituspäätökset.<sup>224</sup> Toinen ongelmia aiheuttanut seikka on rahastosijoituksen riskisyyden ymmärtäminen. Tämän vuosituhannen alkupuolella ja puolivälissä ollut trendi aktiivisesti markkinoida rahastoja tulospalkkauksen kannustamana saattoi jättää parantamisen varaa sijoituksen riskien korostamiseen ja markkinointikeinojen valintaan. Sijoituspäätökset tehtiin nopeasti aktiivisen markkinoinnin ansiosta. Useat vuosituhannen alussa sijoituksia tehneet ovat pettyneet rahastosijoitustensa arvon romahdettua finanssikriisin seurauksena. Useampi kuin satunnainen sijoittaja on olettanut tai ainakin halunnut uskoa sijoitustensa olevan pääomaturvattuja ja verrattavissa pankkitalletuksiin. Sijoittajat kokivat, että heitä on huijattu tai painostettu markkinoinnissa. He halusivat jonkun muun kantavan vastuun huonoista sijoituksistaan.

Kuluttajatutkimuskeskuksen tutkimuksen mukaan varallisuudenhallinnan palvelut sisältävätkin paljon uskomusominaisuuksia ja sijoituspäätökset perustuvat sijoittajan omaan tiedon etsintään ja finanssiyritysten neuvoihin. Sijoitusten todellinen tuotto paljastuu vasta realisoinnin yhteydessä<sup>225</sup>. Uskoakseni myyjät ja sijoittajat sivuuttivat aiemmin sijoitusten riskisyyden toissijaisena seikkana, koska usko markkinoihin ja toivo hyvistä tuotoista oli suuri. Riskistä myös kerrottiin ikään kuin ohimennen. Kun riski onkin sittemmin toteutunut, sijoittajat eivät ole muistaneet riskistä mainitun tai eivät ole halunneet myöntää tehneensä virheellisiä sijoituspäätöksiä. Ratkaisutoiminnassa on

---

<sup>221</sup> Virtanen 2010 s.79.

<sup>222</sup> Nyky-yhteiskunnan informaatiotulvasta Aarnio 2006 s. 399.

<sup>223</sup> Esim. Ollila 2009 s. 289.

<sup>224</sup> Asiasta myös Hoppu 2004 s. 372.

<sup>225</sup> Sunikka - Peura-Kapanen 2008 s. 8.

kuitenkin jätetty asiasta vastuu sijoittajille, jos vaaditut dokumentit on toimitettu markkinoinnin yhteydessä. Rahastosijoittamiseen kuuluu aina markkinariski. Se kuuluu sijoittajan, ei rahastoyhtiön, kannettavaksi.

Arvopaperimarkkinat ovat jatkuvassa muutoksessa. Oikeuden on pysyttävä globalisoituvan ja kehittyvä reaalimaailman mukana. Ensisijaisesti tällä hetkellä on tavoitteena yhtenäistää hajanaista ja osittain heterogeenista sijoitustuotteiden sääntelyä. Erityisesti tapetilla on vähittäismarkkinoille tarkoitettujen paketoitujen sijoitustuotteiden sääntelyn yhdenmukaistaminen. EU:n komissio on pyrkinyt muistuttamaan finanssikriisin esille tuomasta rahoitustuotteiden läpinäkyvyyden merkityksestä ja vastuuttoman myynnin aiheuttamista kustannuksista. Sijoittajien luottamus markkinoihin olisi pyrittävä palauttamaan ja lainsäädäntöä olisi yhtenäistettävä, jotta sijoitustuotteiden vähittäismarkkinat voisivat kehittyä tasapainoisesti.<sup>226</sup> Uusi avaintietoesite on ollut yksi onnistunut keino saavuttaa tavoitteet. Avaintietoesite on annettava ennen sijoituspäätöksen tekemistä, joten se täydentää markkinoinnin sanomaa, vaikka markkinoinnin on itsessäänkin täytettävä lain vaatimukset.

Markkinoiden kehitys sekä innovaatiot tuotekehityksessä asettavat varmasti tulevaisuudessakin haasteita lainsäätäjälle, lakia tulkitseville sekä sen noudattamista valvoville viranomaisille<sup>227</sup>. Lisäksi maailmantalouden suhdannevaihtelut, mahdolliset taantumet ja muut erityistilanteet, aiheuttavat lainsäätäjälle interventointipaineita, tulkintahaasteita ja aiheutta uusiin tutkimuksiin. Saattaapa olla, että uudet tavoitteet, kuten ekologinen modernisaatio tai sosiaalinen tasa-arvo, saavat yhteiskunnassa vallan ja muokkaavat myös tulevaisuuden oikeudellista doktriinia<sup>228</sup>. Maailma muuttuu ja oikeus sen mukana.

*Jokaisella ajalla on oma järjestelmänsä ja omat järjestelmänsä, ja sillä on niissä sen totuus. Täydellistä, kaikkina aikakausina pätevää järjestelmää ei ole, eikä ihminen tule sellaista koskaan saavuttamaan. Se olisi tieteen kuolema, sillä täydellinen tieto lopettaisi ihmiskunnan henkisen elämän ylipäänsä.*

-J.V. Snellman 14.5.1856.-

---

<sup>226</sup> KOM (2009) 204.

<sup>227</sup> Syyrilä 2/2002 s. 259.

<sup>228</sup> Ekologinen modernisaatio ja sosiaalinen tasa-arvo ovat kasvukriittisen degrowth-ajattelun tavoitteita. Taustalla on ajatus taloudellisesta kasvusta luopumisesta vauraiden maiden moraalisena velvollisuutena. Alaja s. 63-68.